



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

Brasília – DF

2014

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

Monografia apresentada ao
Departamento de Administração como
requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr., Paulo de Brito

Brasília – DF

2014

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de
Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do
aluno

Amaro Vieira da Silveira

Dr., Paulo Augusto Pettenuzo de Brito
Professor-Orientador

Dr., André Luiz Marques Serrano,
Professor-Examinador

MSc, Fernanda Ledo Marciniuk
Professor-Examinador

Brasília, 19 de novembro de 2014

Dedico aos meus pais, que me proporcionaram algo que eles não tiveram. Dedico a minha filha Lara, fonte de alegria e brilho em minha vida. Dedico a Fabiana Resende, pelo apoio e paciência sem fim.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Lucas Pinheiro, pelo simples e útil.
Agradeço à PwC pelo investimento feito.

RESUMO

Tendo em vista o atual cenário de discussão sobre os mecanismos de fiscalização e manutenção da atividade esportiva futebol o presente estudo propõe-se a identificar e avaliar os mecanismos atuais para responsabilização e exigência das obrigações dos clubes de futebol, bem como mensurar a capacidade de pagamento daqueles. O alto volume financeiro e as grandes transações de jogadores, as promessas dos dirigentes eleitos e a pressão por resultados dos torcedores e investidores fizeram com que o investimento realizado no futebol crescesse além da capacidade de pagamento das fontes de recursos, com impacto direto no estado de solvência dos clubes analisados. O método utilizado foi o estudo de caso, realizado com doze clubes de futebol do Brasil. Identificaram-se os principais índices econômico-financeiros e de endividamento dos clubes, identificando quais os clubes que apresentam estado de insolvência e quais os clubes que apresentam situação financeira boa. Verificou-se que os índices econômico-financeiros e de endividamento encontram-se em um nível baixo, com implicações no estado de solvência dos clubes. Concluiu-se que dentro dos cinco modelos utilizados, apenas um definiu uma situação financeira boa geral, sendo que no restante identificou-se que os clubes apresentam problemas com relação a sua situação financeira.

Palavras-chave:

Administração financeira.
brasileiros.

Prescrição de solvência.

Clubes de futebol

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Níveis de análise financeira	20
Figura 2 - Pilares da análise financeira	21

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFC – *Asian Football Confederation*

BP – Balanço Patrimonial

CAF – *Confédération Africaine de Football*

CBF – Confederação Brasileira de Futebol

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CoNCACAF – *Confederation of North Central American and Caribbean Association Football*

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CSF – Confederación Sudamericana de Fútbol

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

FIFA – *Fédération Internationale de Football Association*

IFAB – *International Football Association Board*

ND – Não disponível

OFC – Oceania Football Confederation

REFIS – Programa de Recuperação Fiscal

UAEF – Union des Associations Européennes de Football

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Contextualização	11
1.2	Formulação do problema.....	13
1.3	Objetivo Geral.....	14
1.4	Objetivos Específicos	14
1.5	Justificativa	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1	Administração financeira	17
2.1.1	Análise financeira.....	18
2.2	Estado de solvência.....	28
2.2.1	Análise discriminante	31
2.3	Indústria esportiva – Futebol	35
2.3.1	História do futebol	35
2.3.2	Organização e estrutura do futebol	36
2.3.3	Estrutura econômico-financeira do futebol no Brasil	39
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	46
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa	46
3.2	Amostra	47
3.3	Caracterização dos instrumentos de pesquisa	48
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados	48
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	50
4.1	Patrimônio líquido negativo	54
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	56
	REFERÊNCIAS.....	57
	APÊNDICES.....	61
	Apêndice A – Estrutura organizacional do futebol no mundo.....	61
	Apêndice B – Estrutura organizacional do futebol no Brasil.....	62
	Apêndice C – Informações financeiras modelo Kanitz (1978).....	63
	Apêndice D – Informações financeiras modelo Altman (1968).....	64
	Apêndice E – Informações financeiras modelo Altman et. al. (1979)	65
	Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982).....	66

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Por diversas vezes verifica-se a veiculação de notícias a respeito da situação financeira dos clubes brasileiros: “Os 24 clubes de futebol mais endividados” (Exame.abril.com.br, 22/08/2014); “Passividade do governo e má gestão fazem dívidas de clubes com a União crescer 10 vezes em 20 anos” (zh.clicrbs.com.br, 02/08/2014); “Clubes brasileiros aumentam as receitas, mas gastos turbinam suas dívidas” (Folha de São Paulo Online, 20072014; “Dívidas dos principais clubes brasileiros chegam a R\$ 4,7 bilhões (Estadão Online, 30/05/2013).

Tão pouco é difícil achar notícias a respeito de ações e bloqueios judiciais envolvendo clubes: “Justiça do Trabalho penhora ginásio Panela de Pressão, do Noroeste” (globoesporte.globo.com, 07/11/2014); “Justiça penhora direitos econômicos do volante Jonas, do Sampaio” (globoesporte.globo.com, 06/11/2014); “Atlético-MG tem cotas de TV bloqueadas por dívida de mais de R\$ 100 milhões” (espn.uol.com.br, 30/09/2014); “Divida de nado sincronizado penhora 10 % do contrato da Umbro com Vasco [da Gama - RJ]” (globoesporte.globo.com, 01/10/2014); “TJ RJ mantém penhora de R\$ 58 milhões para Vasco [da Gama - RJ] pagar Romário” (jusbrasil.com.br, 2012).

Dado o caráter social e político e o grande interesse dos brasileiros no esporte é possível verificar preocupação com essas dívidas também no âmbito político do Brasil. Historicamente medidas de auxílio aos clubes, bem como de fiscalização foram criadas.

Em 1969 era criada a Loteria Esportiva (Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969) em que os fundos levantados serviriam como investimento em políticas sociais, ligadas ao esporte, e para apoiar os clubes nacionais, como no pagamento de viagens para participação nos campeonatos.

Em 2 de setembro de 1976 foi publicada a Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976 (“Lei do Passe”), que garantia aos clubes formadores dos atletas dinheiro fruto das transações dos direitos federativos daquele atleta, mesmo após o término dos

contratos de trabalho. Os atletas eram considerados ativos para os clubes e, desta forma, aqueles poderiam ser alienados para equacionar as contas e as dívidas dos clubes. Mesmo com o esforço de prover os clubes de receitas sobre os seus ativos, os atletas, a situação financeira dos clubes não apresentou melhoras, surgindo a Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993 (“Lei Zico”).

A Lei Zico abriu a oportunidade de os clubes serem gerenciados por entidades com fins lucrativos. Com esta ação o governo buscava transformar os clubes em empresas, mas não os obrigavam a tal; caso os clubes optassem pela gerencia de uma empresa perderiam incentivos fiscais.

Em 1998 foi criada a Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998 (“Lei Geral dos Desportos” ou “Lei Pelé”) que trouxe diversas mudanças significativas dentre elas: extinção do passe do jogador, impedindo a negociação dos direitos sobre os jogadores, reduzindo significativamente as receitas dos clubes (para reduzir estas perdas, os clubes incluíram nos contratos firmados com os jogadores cláusulas que estabelecem multa rescisória além de prolongar os prazos dos contratos). Além disso, a Lei Pelé também traz a possibilidade de os clubes virarem clubes empresa, demonstrando a preocupação do Estado de aumentar a regulamentação e fiscalização sobre tais clubes.

Com o advento da Lei Pelé tornou-se obrigatória a apresentação das Demonstrações Financeiras para os clubes esportivos brasileiros, conforme Inciso I do Art. 46-A da referida Lei, com a redação dada pela Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011:

“elaborar suas demonstrações financeiras, separadamente por atividade econômica, de modo distinto das atividades recreativas e sociais, nos termos da lei e de acordo com os padrões e critérios estabelecidos pelo Conselho Federal de Contabilidade, e, após terem sido submetidas a auditoria independente, providenciar sua publicação, até o último dia útil do mês de abril do ano subsequente, por período não inferior a 3 (três) meses, em sítio eletrônico próprio e da respectiva entidade de administração ou liga desportiva;”

O texto foi ainda afirmado pela Lei 10.671, de 15 de maio de 2003 (“Estatuto do Torcedor”):

“II – mecanismos de transparência financeira da entidade, inclusive com disposições relativas à realização de auditorias independentes, observado o

disposto no art. 46-A da Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998; "(Art. 33º da Lei nº 10.671, de 15 de maio 2003).

Através das Demonstrações Financeiras dos clubes de futebol é possível realizar uma análise financeira destes clubes. Tal análise é uma importante ferramenta para a compreensão da situação das empresas e, por consequência, para a tomada de decisão do investidor e dos caminhos a serem seguidos pelo gestor.

Tipicamente, essas análises são realizadas utilizando-se o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício, que dão um retrato da posição patrimonial das empresas e demonstram os resultados obtidos dentro do exercício e as movimentações dos fluxos de caixa das empresas por meio de índices.

Este trabalho se propõe a avaliar as Demonstrações Financeiras dos clubes esportivos brasileiros através da aplicação de modelos de prescrição de solvência e avaliar o nível de solvência dos clubes brasileiros.

1.2 Formulação do problema

Estudo elaborado e divulgado pela empresa BDO – RCS (2014), filial brasileira da empresa de consultoria e auditoria BDO, com 24 clubes brasileiros em 2013 demonstra que a dívida total dos clubes é de R\$ 5,68 bilhões, sendo que cerca de 51%, ou seja, R\$ 2,711 bilhões são referentes a dividas tributárias.

Mesmo que estes números sejam considerados altos, como será visto logo mais na análise das demonstrações financeiras, os dirigentes continuam realizando transações financeiras com altos valores sejam na aquisição de atletas sejam no investimento patrimonial dos clubes, pois não vêm sendo responsabilizados por suas gestões perante os Órgãos Oficiais do Estado: está em discussão legislação aplicável e mecanismos de se manter o controle e aplicar punições para gestores que realizem gastos sem que sejam cumpridas as obrigações fiscais dos clubes (Projeto de Lei 5201/2013), bem como a forma como será realizado o pagamento das dívidas tributárias dos clubes.

O estado brasileiro realiza periodicamente a criação de REFIS, dentre eles o REFIS 1 (Lei nº 9.964/2000), REFIS PAES (Lei nº 10.684/2003), REFIS PAEX (Medida

Provisória 303/2006) e REFIS da Crise (Lei nº 11.941/2009), entre outros. REFIS é o refinanciamento de débitos com a Secretaria da Receita Federal - SRF, a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional - PGFN e o Instituto Nacional do Seguro Social - INSS, com o intuito de arrecadar o montante devido através de acordos sem que se aguardem decisões judiciais finais (Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995). A grande vantagem do REFIS para as organizações adquirentes é o de liquidar seus saldos com algum nível de desconto e através de parcelamento; já para o Estado aumenta-se a arrecadação e aprimora seus principais índices financeiros através de receitas não esperadas.

Este trabalho irá descrever o impacto desse endividamento na situação econômico-financeira dos 12 maiores clubes de futebol brasileiro em volume de venda.

1.3 Objetivo Geral

O objetivo da pesquisa é determinar os níveis atuais de endividamento dos clubes e definir o estado de solvência dos clubes selecionados. Demonstrar a evolução do endividamento geral dos clubes nos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2009 a 31 de dezembro de 2013.

1.4 Objetivos Específicos

Descrever o cenário regulatório aplicado aos clubes de futebol brasileiro.

Apresentar conceitos básicos sobre análise de solvência das empresas, as principais metodologias utilizadas, ressaltando a importância de se realizar uma análise econômica financeira como ferramenta de avaliação de investimentos.

Mensurar e avaliar os principais índices econômicos dos clubes de futebol brasileiros.

Aplicar as metodologias descritas determinando o nível de solvência dos casos escolhidos dentre os clubes de futebol brasileiros .

1.5 Justificativa

Em 30 de setembro de 2013 foi criada uma organização formada por jogadores preocupados com o cenário do futebol brasileiro: nascia então o Bom Senso F.C. (“Bom Senso”). Em meio aos campeonatos oficiais estes jogadores realizaram manifestações para mobilizar a sociedade e pedindo bom senso para todos os envolvidos.

Em sua apresentação inicial o Bom Senso destaca os seguintes pontos:

- Dentre os 684 clubes profissionais, 583 não possuem calendário anual;
- Dentre os 20 mil atletas profissionais, cerca de 16 mil recebe 2 salários mínimos durante somente 6 meses do ano;
- O endividamento dos clubes brasileiros cresceu 74% no período de 2008 a 2012, totalizando R\$ 4,75 bilhões, sendo R\$ 2,5 bilhões devidos ao governo brasileiro.

Através da mobilização alcançada o grupo de jogadores formalizou, em pouco menos de 1 ano, duas propostas: calendário e fair play financeiro. Sua iniciativa chegou ao Congresso Nacional sobre a forma de Projeto de Lei de Responsabilidade Fiscal do Esporte (PL 5201/2013).

Os principais pontos do Projeto de Lei são:

- Renegociação das dívidas acumuladas até 2014, com prazo máximo de 25 anos para parcelamento, com a Receita Federal, Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, Banco Central e com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço;
- Criação de comitê de fiscalização das finanças dos clubes, com representantes dos clubes, dos atletas, da imprensa esportiva e dos patrocinadores;

- Criação de Loteria Esportiva, com destinação de 2,7% da arrecadação para os clubes com a obrigação de utilizar o recurso para pagamento das dívidas;
- Criação de Fundo de Iniciação Esportiva, com recursos destinados à projetos de incentivo à prática de modalidade olímpica e paraolímpica no ensino fundamental e na educação especial. (Câmara dos Deputados Online, 14/08/2014).

O Projeto de Lei 5201/2013 continua a discussão sobre a responsabilidade econômico-financeira dos clubes, bem como amplia o prazo para liquidação das dívidas tributárias dos clubes de futebol. Essa ampliação auxilia o clube no pagamento das suas dívidas, bem como tenta garantir a continuidade normal das atividades deles.

Ainda assim, falta identificar qual a situação econômico-financeira destes clubes e avaliar a sua capacidade de pagamento e seu estado de solvência.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Administração financeira

A administração financeira deve gerir os assuntos diversos financeiros das empresas, independente do setor em que atua e o porte da empresa. Os assuntos vão desde o planejamento e concessão de crédito, avaliação de investimento e captação recurso, bem como a proteção a posição financeira em moeda estrangeira. Em suma, é responsável pelas finanças das empresas (Gitman, 2004).

Pereira (2008) resume as funções do departamento financeiro e responsáveis pelas finanças de uma empresa na responsabilidade pelos investimentos, financiamentos e planejamentos dos dividendos.

A função investimento é responsável por determinar a organização dos ativos da empresa, seja em ativos permanentes capazes de gerar outros ativos, seja em ativos financeiros (Pereira, 2008).

A função financiamento é responsável por determinar a estrutura de capitais da empresa, por meio de avaliação dos custos e riscos associados a cada fonte de capital, seja ele próprio ou de terceiros (Pereira, 2008).

A função de planejamento dos dividendos é responsável por remunerar cada fonte de capital, definida na função financiamento, o resultado alcançado pela empresa (Pereira, 2008).

Gitman (2003) diz que os processos através dos quais o capital é transferido são a tradução do que são finanças. Tal capital é transferido dentro de mercados financeiros pelos seus atores: gerentes financeiros (representantes ou não de empresas) e investidores. Os mercados financeiros facilitam os fluxos dos recursos entre órgãos do governo, investidores e empresas (Gitman, 2003).

Gitman (2003) estabelece relação entre a administração financeira e a contabilidade em que os responsáveis por ambas as áreas desempenham funções similares, quando não equivalentes. Para o autor a diferença básica entre as funções está no foco das atividades de fluxos de caixa e tomadas de decisões. Contadores

respeitam o regime da competência e coletam e apresentam os dados financeiros. Já os administradores financeiros dão ênfase ao regime de caixa (entradas e saídas de moeda) e avaliam os dados financeiros, servindo de base para a tomada de decisão.

Brigham e Ehrhardt (2013) afirma que administração financeira é importante para todas as empresas, pois auxilia na tomada de decisão, desde a compra de material de escritório até em grandes negociações, como aquisições e cisões. Por possuir tamanha importância o analista financeiro deve possuir conhecimentos sobre investimentos, mercado de capital e sobre a própria administração financeira, como matemática financeira, conceitos de custo de capital, etc.

2.1.1 Análise financeira

A avaliação das empresas seja como gestor, investidor ou credor é de extrema importância para tomar a decisão de iniciar ou continuar uma transação. Compreender as relações da empresa e suas informações financeiras, bem como os fatores internos e externos, são ferramentas que auxiliam naquela avaliação (Pereira, 2008).

Assaf Neto (2009) afirma que a avaliação das demonstrações financeiras é uma das mais importantes funções da administração financeira despertando interesses dos investidores, administradores, usuários das demonstrações financeiras, enfim, todos os *stakeholders* da empresa.

Tanto Assaf Neto (2009) como Pereira (2008) enaltecem a importância da análise financeira como ferramenta de avaliação das empresas. Pereira (2008) descreve que as análises proporcionam contribuição de destaque no processo das análises, mas não deve ser o único meio de se avalia-las, sendo necessário considerar outros fatores, externos e internos, para garantir uma avaliação assertiva.

Matarazzo (2010) explica que as demonstrações financeiras são dados que precisam ser transformados em informações, onde dados são os números dos objetos e eventos e que as informações são representações que, ao serem comunicadas, devem causar alguma “reação ou decisão”.

Ainda de acordo com Matarazzo (2010) a análise financeira deve ser pautada pela preocupação de transmitir informações aos seus usuários para que estes possam, em contrapartida, tomar decisões de investimento concluindo que a qualidade e a extensão das informações que conseguir gerar, e que serão consideradas para as tomadas de decisões, dará o grau de excelência daquela análise.

Borinelli (2010) alerta para o fato de que a simples identificação de um índice é insuficiente para acrescentar algo novo. Podem-se criar novos índices, desde que estes apresentem relações lógicas de causa e efeito, além de serem possíveis de mensuração e comparação.

Não somente relações lógicas de causa e efeito, mas para se usar os índices estabelecidos deve-se manter um “acompanhamento constante e sistemático da posição financeira, econômica e patrimonial de empresas ao longo do tempo e, principalmente, contextualizando...” tais índices (Borinelli, 2010, p.402). A contextualização estará representada pela comparação de um mesmo índice com outras empresas do mesmo setor de atividades ou similar.

A utilização de índices-padrão pode ser levada em consideração, seja aquele índice uma meta estabelecida internamente seja um *benchmark* de mercado, para analisar a gestão administrativa das empresas e possibilitar o estabelecimento de políticas de controle das atividades (Marion, 2009).

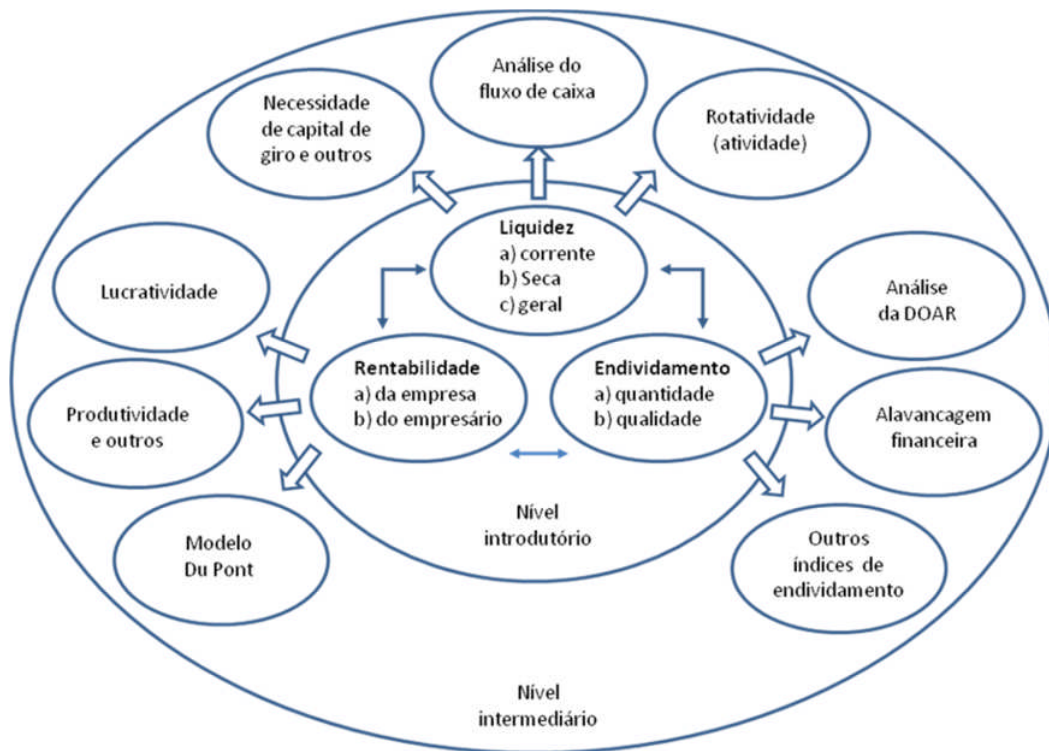
Marion (2009) define índices-padrão como a representação de índices médios de empresas de um mesmo ramo de atividade e que serão os parâmetros para realização de análises sobre aquele índice.

Borinelli (2010) faz referência ao trabalho de Ludicibus (1995) que defende o uso de índices desde que mantido o foco no que se pretende obter com a análise, resultando em informações precisas para aquela empresa, independente do número de índices a avaliação da correlação destes índices aliada à contextualização destes trará resultados eficientes e objetivos no assunto avaliado. O resultado obtido, dependendo do conjunto de índices, trará informações no âmbito de quatro situações: financeira (liquidez), patrimonial (estrutura de capital), econômica (rentabilidade) e operacional (gestão de ativos e passivos) (Borinelli, 2010, p.404).

Marion (2009) estabelece níveis para a análise financeira: introdutório, intermediário e avançado. Os dois primeiros níveis são apresentados pelo autor conforme figura 1

e o nível avançado é determinado pela utilização de índices de diferentes pilares dentro de uma análise única, correlacionando-os.

Figura 1 - Níveis de análise financeira

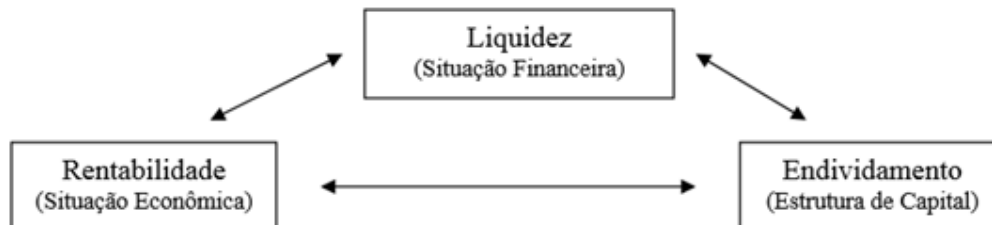


Fonte: Marion (2009)

Iniciando a análise no nível introdutório avaliam-se os indicadores básicos de liquidez corrente e seca, entre outros; à medida que se avança nos níveis acrescentam-se outros indicadores.

As mesmas situações avaliadas por Borinelli (2010) são consideradas por Marion (2009) como pilares para a análise financeira, exceto a situação operacional, formando um tripé apresentado na figura 2.

Figura 2 - Pilares da análise financeira



Fonte: Marion (2009)

A identificação dos principais índices relacionados aos pilares estabelecidos por Marion (2009) será feita nos próximos tópicos.

2.1.1.1 Endividamento

Endividamento é parte da estrutura de capital adotada pela empresa e a forma como ela financia as suas operações, seja por capital próprio ou por capital de terceiros, e representa as dívidas da empresa com terceiros (Borinelli, 2010). Quanto maior for a representatividade de capital de terceiros na empresa maior será seu nível de endividamento.

Marion (2009) caracteriza o endividamento em dois critérios: quantidade e qualidade. A qualidade da dívida é identificada segregando-se o endividamento em dois objetivos com foco distintos: aplicação em seus ativos de produção e para pagar outras dívidas. O primeiro financiará ativos que irão gerar outros ativos e fluxos de caixa convergirão para a empresa, auxiliando a liquidação da própria dívida captada. Já o segundo, como não gera fluxos de caixa futuros, fará com que a empresa recorra seguidamente a empréstimos.

Pereira (2008) segrega as dívidas de curto e longo prazo através de seus vencimentos. Dívidas que possuem seu vencimento após o término do exercício seguinte são caracterizadas como dívidas de longo prazo. Logo, toda dívida que tiver seu vencimento anterior ao término do exercício seguinte será classificada como de curto prazo.

No que tange a qualidade da dívida Marion (2009) determina que a participação de dívidas de longo prazo possibilita a empresa maior período para geração de recursos. Ainda afirma que expansões e modernizações devem ser financiadas com capital de longo prazo, independente se for capital próprio ou capital de terceiros,

pois o resultado da aplicação do recurso será, normalmente, colhido no longo prazo (Marion, 2009).

A concentração das dívidas no passivo circulante, ou seja, de curto prazo deixa a empresa vulnerável a variações no mercado. Em momentos de crise da economia, considerando o fato de que a empresa precisa de recursos para liquidar suas dívidas de curto prazo, a realização dos ativos da empresa em condições normais de mercado não são mais aplicáveis, tendo que se desfazer de ativos em posição desfavorável, com 'liquidação forçada', o que reduz os preços de venda (Marion, 2009, p. 106).

Borinelli (2010) destaca que a participação de capital de terceiros indica “o risco ou dependência de terceiros, por parte da organização” (2010, p. 412), correlacionando os índices de endividamento com o este risco, conforme quadro 1.

Quadro nº 1 – Índices de endividamento

Índices	Fórmula	Indica	Interpretação
Participação de capital de terceiros	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa obteve de capital de terceiros em relação ao capital próprio	Geralmente, quanto menor, melhor
Composição do endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de terceiros}}$	Quanto a empresa possui de dívidas de curto prazo em relação ao total de dívidas	Geralmente, quanto menor, melhor
Endividamento geral	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Total do ativo}}$	A dependência do capital de terceiros no financiamento da sociedade	Geralmente, quanto menor, melhor
Imobilização do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa aplicou no ativo permanente para cada \$100 de patrimônio líquido	Geralmente, quanto menor, melhor
Imobilização dos recursos não correntes	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Qual o percentual de recursos não correntes destinados ao ativo permanente	Geralmente, quanto menor, melhor

Fonte: Borinelli (2010)

Borinelli (2010) interpreta os índices de endividamento relacionando-os com o estado de solvência da empresa, avaliando o risco de a empresa não honrar com suas dívidas: quanto maior a participação de capital de terceiros, maior será o risco

da empresa não honrar com suas dívidas, resultando em um estado de solvência piorado.

Marion (2009) acrescenta que, quanto maior for a parcela de capital de terceiros identificada como de longo prazo e, conseqüentemente maior será o prazo para pagamento daquela dívida, maior será o período para que a empresa possa gerar fluxos de caixa positivo para liquidar aquela dívida.

O índice endividamento geral complementa a avaliação da participação de capital de terceiros, evidenciando quanto dos ativos da empresa são financiados por aquela fonte de capital. Quanto menor for a participação de capital de terceiros no financiamento dos ativos da empresa, melhor será o estado de solvência dela, isso porque menor percentual daquele ativo estará vinculado a terceiros, diminuindo a obrigação da empresa.

A imobilização do patrimônio líquido determina quanto do capital próprio foi utilizado para aplicação em ativo permanente. Quanto maior for essa aplicação, maior será o percentual do ativo total que possui menor liquidez (capacidade de tornar um ativo em valores monetários com maior rapidez, sem perda significativa no valor) reduzindo a capacidade da empresa em gerar resultados e fluxos de caixa positivos em curto prazo para honrar com suas dívidas.

A imobilização dos recursos não correntes determina faz a mesma avaliação da imobilização do patrimônio líquido; entretanto, inclui na sua análise os passivos de longo prazo. Quanto mais obrigações de longo prazo (passivo não circulante) forem utilizadas para financiamento do ativo permanente, maior será o prazo para geração de resultados e pagamento das dívidas.

2.1.1.2 Liquidez

De forma geral os índices de liquidez representam a capacidade de pagamento das obrigações das empresas. Desde a liquidez geral, passando por corrente, seca e imediata o que está sendo trabalhado é o período em que as obrigações são exigidas. Discute-se a inserção de certas contas em alguns índices, pois a capacidade de transformar tais ativos em caixa varia com cada classe de conta (Borinelli 2010, p. 404-405).

Tanto Borinelli (2010) como Marion (2009) identificam como fator relevante para a interpretação dos índices de liquidez a análise do alinhamento dos momentos de

liquidação de ativos e passivos. Ambos os autores explicam que as liquidações podem ocorrer em momentos distintos e os passivos possuem vencimento anterior aos ativos. Marion (2009) estabelece uma fase de conceituação dos índices onde são analisados os fatores que compõem o índice, evitando índices equivocados.

O quadro 2 apresenta os principais índices de liquidez.

Quadro 2 – Principais índices de liquidez

Liquidez	Fórmula	Índice	Interpretação
Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Proporção entre os bens e direitos de curto e longo prazos e as obrigações totais com terceiros	Quanto maior, melhor.
Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Proporção entre os bens e direitos apenas de curto prazo e as obrigações de curto prazo com terceiros	Quanto maior, melhor.
Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$	Semelhante à liquidez corrente, porém, no ativo circulante, são excluídos os estoques e os direitos que não se converterão em caixa.	Quanto maior, melhor.
Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$	Proporção entre as disponibilidades e as obrigações de curto prazo com terceiros	Quanto maior, melhor.

Fonte: Borinelli (2010)

A liquidez geral avalia a capacidade de pagamento geral das obrigações (passivo) frente aos direitos (ativos) da empresa em uma determinada data base. Quanto maior for índice, maior será a capacidade de pagamento da empresa e melhor será seu estado de solvência.

A liquidez corrente e a liquidez seca representam a mesma análise da liquidez geral, porém, utilizam dados de curto prazo. A liquidez corrente faz a análise baseada nos ativos circulantes e a liquidez seca exclui do ativo circulante valores que não possuem características de recebíveis, como estoques e valores antecipadas; quanto maior forem a liquidez corrente e a seca da empresa, maior será sua capacidade de pagamento no curto prazo e melhor será seu estado de solvência.

Matarazzo (2010) correlaciona os índices liquidez corrente e liquidez seca. Quando ambos forem baixos, a empresa apresenta uma situação financeira insatisfatória, ou seja, seus passivos de curto prazo são superiores aos seus ativos de curto prazo e

grande parte daqueles ativos é representada por estoques, que ainda necessitam passar por processo de vendas para serem convertidos em moeda, piorando o estado de solvência da empresa.

Uma liquidez corrente baixa combinada com uma liquidez seca alta também é considerada uma situação financeira insatisfatória. Em princípio, a empresa não possui caixa para liquidar suas operações, mas possui estoques que, se forem vendidos, trarão um efeito positivo e a situação torna-se razoável.

Apresentando uma liquidez corrente alta o estado de solvência da empresa tende a ser melhor que nas outras situações. Combinada com uma baixa liquidez seca representa alto nível relativo de estoques e outros e que existam muitos itens aguardando para serem vendidos. Já na combinação com uma alta liquidez seca a empresa apresenta boa situação financeira e um estado de solvência melhor que nos outros 3 casos. Ambos os casos, liquidez seca alta ou baixa, representam que o estado de solvência da empresa é melhor do que nos outros, o que os diferencia é o nível de estoques e outros da empresa.

Quadro nº 3 – Correlação Liquidez Corrente e Liquidez Seca

Liquidez		Liquidez corrente	
	Nível	Alta	Baixa
Liquidez seca	Alta	Situação financeira boa	Situação financeira em princípio insatisfatória, mas atenuada pela boa liquidez seca. Em certos casos pode até ser considerada razoável.
	Baixa	Situação financeira em princípio satisfatória. A baixa Liquidez Seca não indica necessariamente comprometimento da situação financeira. Em certos casos pode ser sintoma de excessivos estoques “encalhados”	Situação financeira insatisfatória.

Fonte: Matarazzo (2010)

2.1.1.3 Rentabilidade

Os índices de rentabilidade demonstram o retorno dos investimentos realizados (Borinelli, 2010, p. 417); calcula-se quanto foi gerado (resultado) para cada unidade monetária investida na empresa. Os resultados da empresa podem ser comparados

com diversos componentes das demonstrações financeiras da empresa ressaltando que todas as comparações realizadas têm suas vantagens e desvantagens (Borinelli, 2010).

A simples identificação dos resultados da empresa é caracterizada como uma “utilidade informativa bastante reduzida” (Marion, 2009, p. 129). Deve-se comparar o resultado obtido com outros valores e calcular taxas de retorno, podendo assim avaliar e comparar diferentes empresas (Marion, 2009).

Marion (2009) conceitua a análise da rentabilidade como a fase em que se avalia a rentabilidade da empresa, exemplificando como o potencial que possui em vender, a capacidade de, através desse potencial, gerar resultados para a empresa, como que a empresa administra suas despesas, entre outras avaliações com foco nos resultados obtidos.

Borinelli (2010) destaca que, assim como nas outras análises, os índices devem ser comparados com outras empresas para que se possa afirmar que uma empresa foi mais rentável que a outra; ao invés de comparar valores absolutos, compara-se taxas de retorno sobre o total do ativo, o patrimônio líquido, receita líquida, entre outros.

Em sua grande maioria, quanto maior forem os índices de rentabilidade, melhor será o estado de solvência das empresas, isso porque a empresa foi capaz de gerar maior resultado dentro daquelas possibilidades levantadas por Marion (2009).

Quadro nº 4 – Índices de rentabilidade

Índice	Fórmula	Índice	Interpretação
Giro do ativo	$\frac{Receita\ Líquida}{Ativo\ Total\ Médio}$	Quanto a empresa vendeu em relação ao seu investimento total	Quanto maior, melhor.
Margem líquida	$\frac{Lucro\ Líquido}{Receita\ Líquida}$	O percentual de lucro que a sociedade obteve em relação às suas vendas	Quanto maior, melhor.
Rentabilidade do Ativo (ROA)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total\ Médio}$	Quanto a empresa lucrou em relação ao seu investimento total	Quanto maior, melhor.
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido\ Médio}$	Representa o rendimento do capital próprio	Quanto maior, melhor.

Fonte: Borinelli – 2010

O giro do ativo demonstra quanto que a empresa foi capaz de vender dentro do investimento que realizou. Em um mesmo nível de ativo total médio, quanto maior for a receita, maior será a eficiência daquela empresa. A quantidade de vezes que o ativo completou um ciclo de produção e vendas dentro de um exercício será a representação do índice. Quanto maior for esse giro maior será o volume de vendas alcançado da empresa, gerando resultados positivos e aumentando sua capacidade de pagamento; logo, tendo efeito positivo no estado de solvência (Borinelli, 2010)

A margem líquida representa quanto que a empresa lucro, em termos percentuais, da sua receita com vendas, o valor líquido pelo qual o total das receitas foi incorporado na empresa ou distribuído aos seus acionistas (Borinelli, 2010).

Na rentabilidade do ativo procura-se encontrar o lucro líquido gerado por cada investimento feito na empresa, seja ele financiado por capital próprio ou por capital de terceiros. Já a rentabilidade do patrimônio líquido apura o lucro líquido gerado pelo seu capital próprio. Em ambos os casos quanto maior forem os índices, maior terá sido o retorno sobre os investimentos da empresa, melhorando o estado de solvência da empresa (Borinelli, 2010)

2.2 Estado de solvência

Academicamente, solvência é o estado da empresa que possui capacidade financeira para honrar com suas dívidas ou é capaz de gerar caixa futuro para liquidar suas obrigações (Assaf Neto, 2009). Dessa forma, insolvência significa a incapacidade da empresa de cumprir com suas obrigações.

Estado de solvência (e insolvência) define a situação econômico-financeira da empresa e sua capacidade de liquidar suas operações, quantificando o risco de uma operação com aquela empresa. Gitman (2004) esclarece que, apesar de os modelos de prescrição de solvência serem antigos, eles não perderam validade e são bastante atuais. Destaca que cada empresa possui um modelo próprio adaptado desse arcabouço teórico e que o mantém indisponível para terceiros, pois é a base para avaliar o risco e o retorno esperado de cada uma das operações mantidas com terceiros.

Avaliar uma empresa e o risco associado às suas atividades pode ser uma tarefa árdua e complexa. Uma análise completa deve abranger avaliação do histórico da entidade, dos seus acionistas e administradores, mensuração do risco operacional, cambial, de mercado e de crédito (Pereira, 2008).

Pereira (2008) define crédito como a promessa de um pagamento mediante recebimento de valor presente. Isso quer dizer que a disponibilização do recurso se dá em momento anterior à contraprestação para o uso daquele recurso. O momento da devolução do valor também carrega consigo a incerteza de que o valor será pago integralmente e no prazo acordado. Consequentemente, materializa-se um risco de não recebimento dos valores investidos; este risco pode ser quantificado através de modelos de prescrição de solvência.

A análise do estado de solvência das empresas tem sua origem na análise dos índices financeiros das instituições financeiras à época da quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929. Naquela época as análises eram realizadas utilizando-se apenas um índice que, no julgamento do autor da análise, melhor representasse a situação financeira da instituição (Altman, 1968).

Altman (1968) enumera diversos estudos que utilizavam esta abordagem unidimensional para analisar as instituições financeiras. Os diversos autores

utilizavam cada qual um índice diferente o que trouxe também uma variedade muito grande de índices relevantes para o tema. Não era possível porque muitas das empresas que não decretaram falência também apresentavam índices de um estado de insolvência e a frequência de acerto das análises, demonstrando quantas empresas eram insolventes e quantas realmente tinham declarado falência, não apresentava uma segurança adequada.

FitzPatrick (1932) realizou análise sobre 38 empresas, sendo 19 empresas falidas entre 1920 e 1929 e 19 empresas sobreviventes. Seu objetivo era identificar se os índices financeiros apresentavam cenários favoráveis ou desfavoráveis para determinação da falência ou não das empresas. Dentre os índices examinados o autor destaca que os mais significativos para os objetivos da análise foram patrimônio líquido sobre passivo e lucro líquido sobre patrimônio líquido.

Tamari (1966) é apontado como o primeiro estudioso a utilizar uma análise que correlaciona múltiplos índices. Seu estudo atribuiu pesos diferentes para seis índices, totalizando peso total de 100, com maior peso para a tendência do lucro e patrimônio líquido sobre o passivo total.

Em 1968 foi publicado o primeiro estudo com a análise de discriminantes, realizado por Edward Altman. Altman (1968) buscou os índices mais importantes e relevantes para o estudo do estado de solvência das empresas e, mediante teste com sessenta e seis empresas americanas, sendo 50% falidas e as outras sobreviventes, identificou os índices que foram determinantes para definir a falência das empresas. Os índices que tiveram maior participação na determinação das empresas manterem-se solventes foram índices relacionados com o ativo total da empresa.

Para Altman (1968) a relação do ativo das empresas com os resultados alcançados e a forma como está estruturada as dívidas da empresa é que determina o estado de solvência dela, a saber: capital circulante líquido em relação ao ativo total, vendas, lucros antes dos juros e impostos e lucros retidos em relação ao ativo total e o valor de mercado do patrimônio líquido e seu impacto no ativo total da empresa.

Topa (1979) aplicou a um modelo matemático fatores subjetivos de análise das informações, como experiência e intuição. Para Topa (1979) a responsabilidade pela análise deveria ser delegada para os cargos mais experientes da área de crédito. Os fatores para concessão de crédito foram segregados em 2 categorias: fatores

determinantes (caráter, conceito de praça, histórico, seguros) e fatores complementares (diversos). A conceituação negativa de um fator determinante inviabilizava a concessão de crédito; passando pelos fatores determinantes, o crédito seria avaliado dentre os fatores complementares

No Brasil a questão da solvência das empresas é discutida por diversos autores.

Em 1976, Roberto Elizabetsky divulgou seu modelo matemático para o curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica da USP. O modelo serviria de base para decisão de crédito em um banco comercial. Para tanto, Elizabetsky combinou 38 índices em diferentes modelos: dependendo do número de índices utilizados e da combinação dos índices, Elizabetsky (1976) encontrava um resultado diferente. Chegou à conclusão de que, em determinado momento, o acréscimo de um índice não apresenta um ganho efetivo na análise do estado de solvência da empresa. Apresentou seus resultados de sucesso de 3 modelos diferentes, contendo 5, 10 e 15 variáveis, respectivamente; o modelo com 15 variáveis foi o que identificou o estado de solvência em maior número de casos.

Elizabetsky (1976), em seu modelo com 15 variáveis, dimensiona as informações financeiras em relação às receitas obtidas (vendas), aos ativos das empresas (ativo total, ativo imobilizado total, ativo operacional) e às dívidas de curto prazo, aplicando coeficientes positivos ou negativos. Destaque para os índices lucro líquido sobre vendas, disponível sobre imobilizado total e contas a receber, estoques e exigível em curto prazo em relação ao ativo total, constantes nos 3 modelos de Elizabetsky (1976).

Kanitz (1978) utilizou a análise discriminante e criou o termômetro da insolvência. Este modelo apresenta diferentes faixas em que as empresas são classificadas após aplicação da fórmula estabelecida e, dependendo da faixa, é classificada como solvente, insolvente e impossibilitada de classificação – por se localizar na região penumbra, os testes não possibilitam a determinação adequada de que a empresa está ou não apresentando problemas de solvência.

Os índices utilizados por Kanitz (1978) são relacionados à índices de liquidez das empresas, como a liquidez geral, liquidez seca e liquidez corrente acrescidos de índices de rentabilidade e endividamento, a saber: rentabilidade do patrimônio líquido e participação de capital de terceiros, respectivamente. Para Kanitz (1978) a

determinação do estado da empresa deve ser feita mediante avaliação da capacidade de pagamento de suas obrigações, bem como a estrutura de capitais e a rentabilidade vinculada ao patrimônio líquido verificando quanto dos resultados gerados pela empresa são oriundos de capital de terceiros e não estarão disponíveis para a empresa reinvestir em suas operações, mantendo-a solvente.

Após a criação de metodologia baseada nas empresas norte americanas Altman et. al. (1979) realizou estudo e publicou modelo aplicado às empresas brasileiras. Utilizando-se a mesma análise discriminante do primeiro modelo (Altman, 1968). As variáveis utilizadas para este modelo foram adequadas às normas e às informações contábeis brasileiras que, naquela época, apresentavam conceitos e definições distintos do praticado no resto do mundo. Em seu modelo Altman et. al. (1979) utiliza os mesmos índices de seu modelo anterior (Altman, 1968), exceto pelo índice patrimônio líquido sobre exigível total. A realidade brasileira do mercado de ações não possibilitava que todas as empresas tivessem valor de mercado de suas ações, desta forma, ajustou-se o modelo para capturar as informações referentes à estrutura de capital das empresas.

2.2.1 Análise discriminante

A análise discriminante é o estudo da relação entre índices através de função que os correlaciona por meio de uma ponderação (Altman, 1968). A análise discriminante aplicada a este trabalho identificará se a empresa apresenta estado de solvência, insolvência ou encontra-se em uma área de indefinição. Para tal, Altman (1968) estabelece as seguintes questões:

- i) Escolher o número de grupos que serão retornados os índices, solvente ou insolvente (posteriormente, em alguns métodos, verificou-se um estado incógnito, determinado área cinzenta, onde não é possível determinar com precisão o estado de solvência);
- ii) Coletar os dados das empresas da população; e
- iii) Buscar uma função matemática, baseada em diferentes índices, que apresente a melhor descrição dos grupos estabelecidos.

A função retorna um valor que é comparado com um número fixo, chamado de ponto crítico, estabelecido anteriormente pelo modelo utilizado. Se o valor estiver acima do ponto crítico, a empresa é solvente, pelo contrário, se o valor estiver abaixo do ponto crítico, a empresa é insolvente para aquela análise (Altman, 1968).

É possível avaliar a eficácia de cada modelo através do próprio modelo, que indica qual a margem de erros e acertos. Além disso, pode-se determinar se a inclusão de outro índice irá comprometer o modelo ou torná-lo mais eficaz para a análise realizada em discriminar os grupos.

Os modelos de análise discriminante para previsão de solvência são utilizados como instrumentos para avaliar a situação de solvência das empresas pelos estudiosos de finanças e contabilidade, como é o caso deste estudo.

Altman (1968) demonstrou que diversos estudos apontavam índices diferentes para as empresas que haviam decretado falência das que ainda estavam solventes, porém ressaltou que, como cada estudo apresentou um índice diferente para análise da solvência, não era adequado afirmar qual tinha maior impacto na situação financeira da empresa.

2.2.1.1 Modelo de Altman (1968)

O modelo elaborado por Altman (1968) consiste em:

$$Z = 0,012x_1 + 0,014x_2 + 0,033x_3 + 0,006x_4 + 0,999x_5$$

Em que:

x_1 = Capital Circulante Líquido / Ativo Total;

x_2 = Lucros Retidos / Ativo Total;

x_3 = Lucro Antes dos Juros e Impostos / Ativo Total;

x_4 = Valor de Mercado do Patrimônio Líquido / Exigível Total; e

x_5 = Receitas de Vendas / Ativo Total

Após a aplicação deste modelo as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 5.

Quadro nº 5 – Limites de solvência - Altman (1968)

Intervalo	Estado
$Z > 2,6$	Solvente
$2,6 \geq Z \geq 1,1$	Indefinição
$Z < 1,1$	Insolvente

2.2.1.2 Modelo de Kanitz (1978)

O modelo elaborado por Kanitz (1978) consiste em:

$$FI = 0,05x_1 + 1,65x_2 + 3,55x_3 - 1,06x_4 - 0,33x_5$$

Em que:

FI = Fator de insolvência

x_1 = Rentabilidade do Patrimônio Líquido;

x_2 = Liquidez Geral;

x_3 = Liquidez Seca;

x_4 = Liquidez Corrente; e

x_5 = Participação de Capital de Terceiros

Após a aplicação deste modelo as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 6.

Quadro nº 6 – Limites de solvência – Kanitz (1978)

Intervalo	Estado
$FI > 0$	Solvente
$0 \geq FI \geq -3$	Indefinição
$FI < -3$	Insolvente

2.2.1.3 Modelo de Altman et. al. (1979)

O modelo elaborado por Altman et. al. (1979) consistem em:

$$Z1 = 1,44 + 4,03x2 + 2,25x3 + 0,14x4 + 0,42x5$$

Em que:

$x2 = (\text{Reservas} + \text{Lucros Acumulados}) / \text{Ativo Total};$

$x3 = \text{Lucros Antes dos Juros e Impostos} / \text{Ativo Total};$

$x4 = \text{Patrimônio Líquido} / \text{Exigível Total};$ e

$x5 = \text{Receitas de Vendas} / \text{Ativo Total}$

Após a aplicação destes modelos as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 7.

Quadro nº 7 – Limites de solvência – Altman et. al. (1979)

Intervalo	Estado
$Z > 0,20$	Solvente
$0,20 \geq Z \geq -0,34$	Indefinição
$Z < -0,34$	Insolvente

Altman et. al. (1979) publicou 2 modelos, os modelos z1 e z2. Ambos os modelos fazem análise para o mesmo período, sendo que em z2 utiliza-se o índice capital circulante líquido sobre o ativo total, enquanto que em z1 este índice é substituído por x2 descrito acima, além da substituição da constante. Os critérios para classificação são os mesmos para z1 e z2. Altman et. al. (1979) obteve melhores resultados com a aplicação de z1, desta forma, aplicaremos apenas este modelo.

2.2.1.4 Modelo de Pereira (1982)

O modelo elaborado por Pereira (1982) consiste em:

$$Z2c = 2,368 - 1,994e5 + 0,138e9 - 0,187e25 - 0,026l27 - 0,184r11 + 8,059r23$$

Em que:

$e5 = (\text{Reservas} + \text{Lucros Acumulados}) / \text{Ativo Total};$

$e9 = (\text{Variação do Imobilizado}) / (\text{Lucro Líquido} + (0,1 * \text{Imobilizado Médio}) - \text{Saldo Médio da Correção Monetária} + \text{Variação do Exigível a Longo Prazo});$

$e25 = \text{Disponível} / \text{Ativo Permanente};$

$l27 = \text{Prazo Médio de Recebimento de Vendas};$

$r11 = (\text{Ativo Total Médio} - \text{Salários, Tributos e Correções Médios}) / \text{Patrimônio Líquido Médio};$

$r23 = \text{Lucro Operacional} / \text{Lucro Bruto};$

Quando o denominador de $e9 < 0$ deve-se utilizar o módulo e acrescentar ao numerador o seu módulo. Nos casos em que o patrimônio líquido médio for negativo, deve aplicar este mesmo conceito ao índice $r11$, acrescentando módulo ao denominador e ao numerador.

Pereira (1982) publicou 2 modelos aplicáveis a empresas comerciais. O modelo $z1c$ classifica as empresas entre boa e insolvente para o exercício seguinte aos dados analisados. Já o modelo $z2c$ faz a mesma classificação, porém estabelece o estado entre boa e insolvente para os 2 exercícios seguintes ao analisado.

Neste modelo classifica-se uma empresa como insolvente todas aquelas que obtiverem resultado menor que 0 (zero). As empresas que obtiverem resultado maior que 0 (zero) são classificadas como boa. O modelo não prevê classificação para aquela empresa que obtiver o resultado igual a 0 (zero); para fins deste trabalho, assumiremos que as empresas neste quesito compreendem uma indefinição do estado de solvência.

2.3 Indústria esportiva – Futebol

2.3.1 História do futebol

Desde a antiguidade se têm registro de jogos de bola praticados pelo mundo inteiro. Na Grécia é possível visitar um monumento do século 5 a.C. que retrata uma pessoa com uma bola. Dos diversos jogos praticados com bola pelos gregos, os romanos incorporaram a prática do spiskiros por volta de 1500 a.C.. Em 206 a.C. a China

publica as regras de um jogo similar com o futebol praticado atualmente. Na Europa existem registros ainda de alguns jogos com bola que remontam a Idade Média na Itália, na Inglaterra e na Espanha (Sautchuk, 2001).

Em 1863 foi criada a Football Association (FA), data oficial da criação do futebol como é jogado hoje. Os países da Grã-Bretanha, em 1882, criaram o Comitê Internacional de Associações de Futebol, que é quem estabelece as regras do esporte até hoje (International Board) (Sautchuk, 2001).

Contudo, o esporte só chegou ao Brasil (oficialmente) em 1894 com a volta de Charles Miller após 10 anos em solo britânico para estudar em um colégio da elite de Southampton, onde teve contato com o esporte. Ao desembarcar no País munido de algumas bolas fundou dois times, The São Paulo Railway e The Team Gaz (Sautchuk, 2001).

Em 1904 foi fundada o que é hoje a maior instituição do futebol mundial, a FIFA – Fédération Internationale de Football Association. Com 209 federações afiliadas, cada qual compreendendo um País, possui mais associados que a Organização das Nações Unidas - ONU e o Comitê Olímpico Internacional – COI que possuem, respectivamente, 193 e 204 associados (FIFA Online, 2014).

2.3.2 Organização e estrutura do futebol

2.3.2.1 Estrutura internacional

A Fédération Internationale de Football Association (FIFA) está sediada em Zurique e subordinada à legislação suíça. Compreende sua estrutura organizacional seis Confederações, distribuídas no globo, com postas pelas Federações nacionais de cada continente, totalizando 208 federações (FIFA Online, 2014).

A FIFA possui o objetivo de melhorar continuamente o esporte. Juntamente com *International Football Association Board* (IFAB) discute e define as mudanças nas Regras do Jogo. Também organiza os campeonatos mundiais de seleções e clubes, de todas as faixas etárias, masculinos e femininos (FIFA Online, 2014).

Por sua vez as Confederações possuem a tarefa de auxiliar a FIFA nas atividades ligadas ao esporte dentro de seus continentes. A organização de torneios, entre

clubes de diferentes Federações ou entre seleções, e propagação dos objetivos da FIFA como agente de mudança social são parte de suas atividades (FIFA Online, 2014).

As Federações devem então organizar seus campeonatos locais, sejam nacionais ou regionais. Têm acesso a recursos logísticos e financeiros ofertados pela FIFA, sendo obrigatório o respeito aos estatutos da FIFA, objetivos e ideais, promovendo o esporte sob estes pilares (FIFA, Online 2014).

2.3.2.2 Estrutura nacional

A responsabilidade pela estruturação, organização e promoção do futebol no Brasil é da Confederação Brasileira de Futebol – CBF, sendo a entidade mor do esporte no País (Inciso 1, Art. 217 da Constituição Federal).

Nos moldes atuais desde 24 de setembro de 1979 possui a responsabilidade de organizar os campeonatos de alcance nacional, como o Campeonato Brasileiro (todas as séries) e a Copa do Brasil, além de administrar as Seleções nacionais (masculina e feminina) (CBF Online, 2014).

São subordinadas à CBF as 26 Federações estaduais e a do Distrito Federal, que possuem a responsabilidade pelos campeonatos locais. Os clubes de cada Unidade Federativa do Brasil devem estar inscritos nas respectivas Federações a fim de estarem aptos a participar dos eventos oficiais, sejam eles organizados pelas Federações ou pela Confederação (CBF Online, 2014).

As diversas modalidades do desporto nacional estão organizadas sob a tutela da Lei Pelé, e que define o Sistema Nacional do Desporto (“Sistema”). O Sistema tem por objetivo “promover e aprimorar as práticas desportivas” (Lei nº 9.615/1998, Art. 13). Compõem o Sistema:

- “I - o Comitê Olímpico Brasileiro-COB;
- II - o Comitê Paraolímpico Brasileiro;
- III - as entidades nacionais de administração do desporto;
- IV - as entidades regionais de administração do desporto;
- V - as ligas regionais e nacionais;
- VI - as entidades de prática desportiva filiadas ou não àquelas referidas nos incisos anteriores.
- VII - a Confederação Brasileira de Clubes.” (Lei nº 9615/1998, Art. 13, Parágrafo Único)

Aplicam-se aos clubes participantes da modalidade futebol alguns artigos com exclusividade. Destes, vale ressaltar a obrigação da apresentação das Demonstrações Financeiras e respectivos relatórios da auditoria, a opção de se regulamentarem em sociedades empresariais (incluído pelo Estatuto do Torcedor), e determinação de que seus administradores “respondem solidária e ilimitadamente pelos atos ilícitos praticados, de gestão temerária ou contrários ao previsto no contrato social ou estatuto, nos termos da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil” (Parágrafo 11 Art. 27, Lei nº 9.615/1998).

Verifica-se pelos dispostos da Lei supracitada preocupação com o controle e das atividades que envolvam os clubes principalmente no que tange aos investimentos recebidos e/ou realizados e como estes estão sendo gastos, com qual finalidade.

Os clubes brasileiros estão criados, apesar da possibilidade e intenção de serem sociedades empresariais, sob a forma de associações conforme previsto no artigo 53 do Código Civil Brasileiro. Associação é a união de pessoas com um mesmo objetivo que não seja o de auferir lucros e distribuí-los entre os associados. No momento de sua criação a associação deve designar em seu estatuto o seguinte:

- “I - a denominação, os fins e a sede da associação;
- II - os requisitos para a admissão, demissão e exclusão dos associados;
- III - os direitos e deveres dos associados;
- IV - as fontes de recursos para sua manutenção;
- V – o modo de constituição e de funcionamento dos órgãos deliberativos;
- (Redação dada pela Lei nº 11.127, de 2005)
- VI - as condições para a alteração das disposições estatutárias e para a dissolução.
- VII – a forma de gestão administrativa e de aprovação das respectivas contas.” (Art. 53, do Código Civil Brasileiro.)

No encerramento da associação o patrimônio líquido remanescente será transferido para entidade semelhante definida em seu estatuto social ou por deliberação dos associados à entidade estatal semelhante. Conforme disposto na Lei Pelé, para fins de fiscalização, as entidades desportivas independentemente de sua personalidade jurídica são equiparadas às sociedades empresariais (Art. 61, do Código Civil Brasileiro).

2.3.3 Estrutura econômico-financeira do futebol no Brasil

2.3.3.1 CBF e Federações Estaduais e do Distrito Federal

BDO – RCS (2014) demonstra que a CBF teve um incremento de 93% nas suas receitas, totalizando R\$ 436,5 milhões em 2013. Apesar da redução do lucro líquido, apresentada nos anos de 2010 a 2013, a entidade possui lucro líquido positivo em 2013, no montante de R\$ 55,6 milhões. As fontes de receita da entidade foram: patrocínio, direitos de transmissão, realização de partidas e outras receitas não especificadas. O gráfico 1 ilustra a evolução dos resultados alcançados pela CBF nos últimos 5 anos.

Gráfico 1 – Evolução – Receitas e lucro líquido – CBF



Fonte: BDO – RCS (2014)

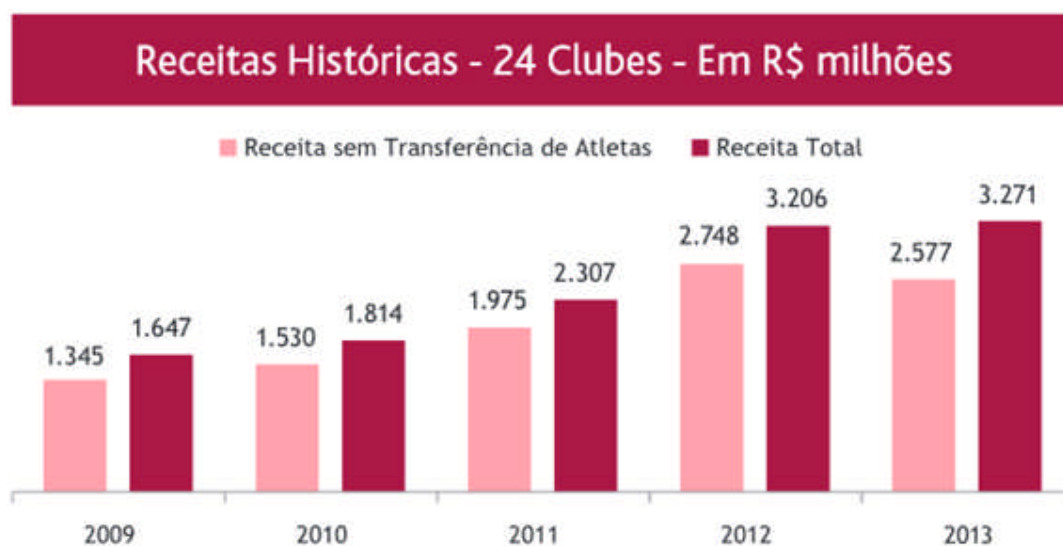
As Federações também apresentaram crescimento em 2013 quando comparadas com o exercício anterior, com total de receitas de R\$ 132 milhões, em 2013, contra R\$ 105,6 milhões de 2012 (BDO – RCS, 2014).

2.3.3.2 Clubes

Os clubes de futebol possuem, de forma geral, as seguintes fontes de receitas: bilheteria, venda de jogador, comercialização e venda de produtos vinculados à marca, patrocínio (televisivos e publicidade) e receitas com quadro social (pessoas físicas associadas aos clubes de futebol ou pessoas físicas associadas ao clube social) (BDO – RCS, 2014).

Os 24 clubes analisados pela BDO – RCS (2014) também apresentaram crescimento de suas receitas no período de 2009 a 2013. O gráfico 2 demonstra a evolução dos clubes nesse período, bem como o resultado do último ano, com um crescimento expressivo ao longo destes anos, 98,60%. Em uma breve comparação com o PIB do Brasil no mesmo período, este apresentou crescimento acumulado de 53,99% (Fonte: IBGE).

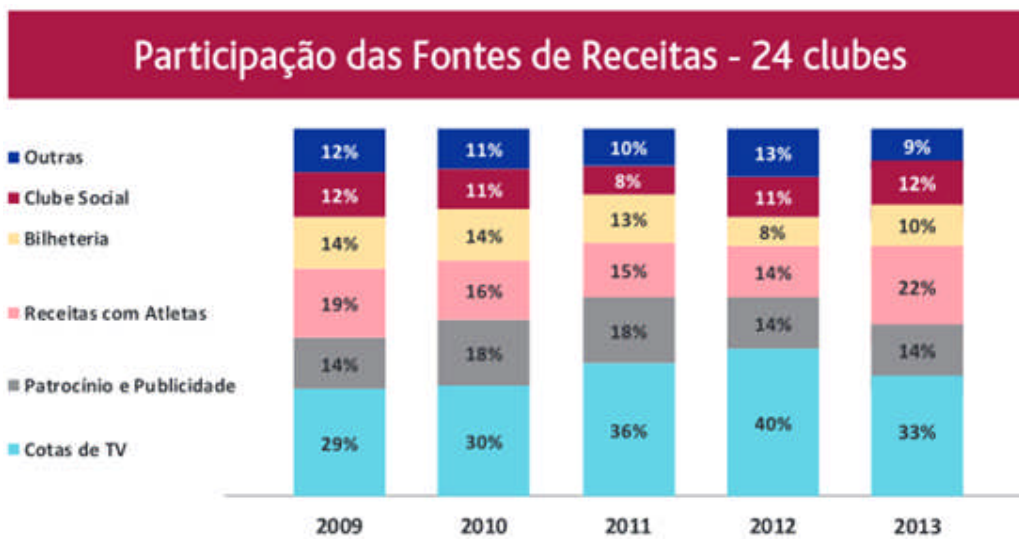
Gráfico 2 - Receitas históricas – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

O gráfico 3 segrega a receita total obtida pelos clubes nas diferentes fontes de receitas. Percebe-se uma dependência maior das receitas com cotas de televisionamento e receitas com atletas; a primeira fonte de receita é firmada em contrato anterior ao ano vigente e é possível de ser incluída dentro de uma análise orçamentária, já para a segunda fonte de receita não é possível fazer uma previsão fidedigna do que irá ocorrer no futuro, pois depende do interesse e da necessidade de outros clubes em contar com a presença do atleta.

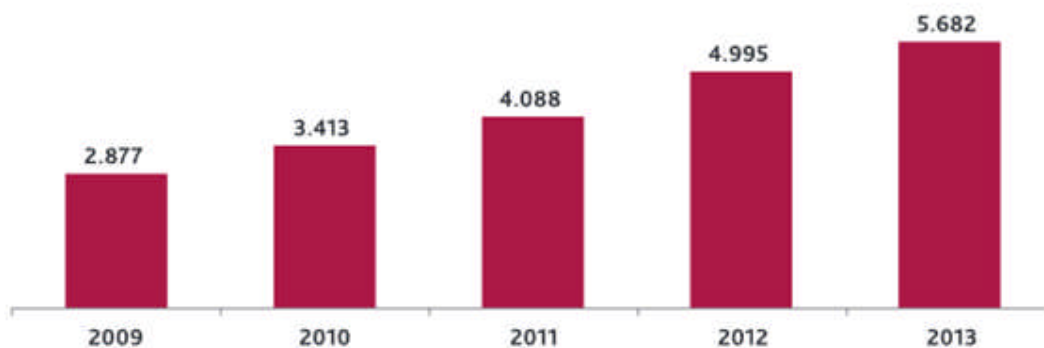
Gráfico 3 - Distribuição das receitas – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

Em contrapartida, o endividamento geral dos clubes aumentou. O gráfico 4 apresenta o valor líquido das dívidas, ou seja, exigível total (passivo – patrimônio líquido), descontado o disponível realizável (ativo circulante + ativo realizável a longo prazo). Verifica-se que, no mesmo período abrangido para as receitas, o endividamento cresceu 97,49%, quase o mesmo percentual de crescimento das receitas.

Gráfico 4 - Endividamento – 24 clubes

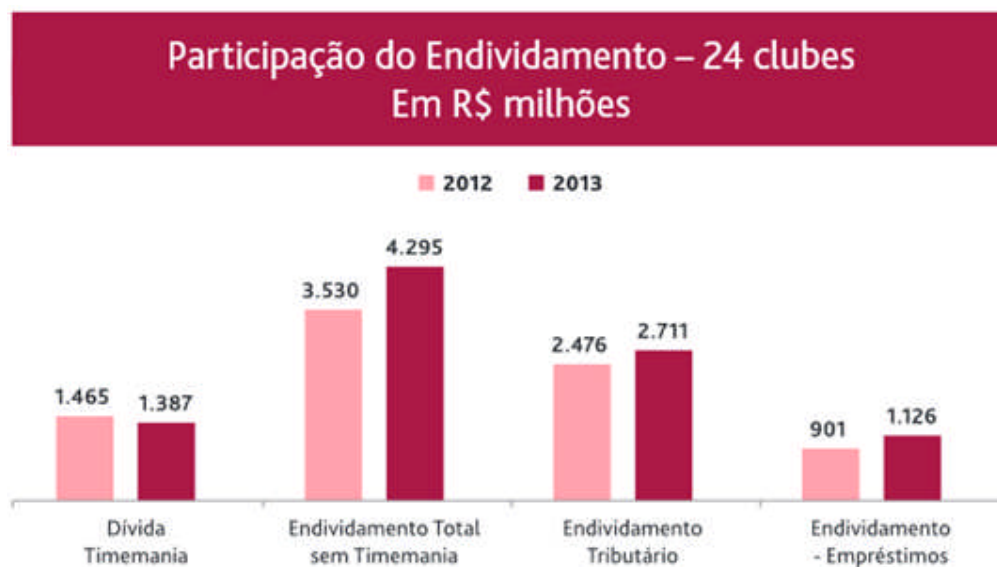


Fonte: BDO – RCS (2014)

As dívidas dos clubes são, basicamente, referentes ao disposto na Loteria Timemania, endividamento tributário e endividamento com empréstimos. Do montante total de 2013 R\$ 2,711 bilhões são dívidas tributárias com a União,

R\$ 1,387 bilhões são dívidas relacionadas à loteria esportiva Timemania e R\$ 1,126 bilhões são dívidas com empréstimos.

Gráfico 5 - Distribuição endividamento – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

Em 2007 foi publicada a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, que estabeleceu programa de parcelamento das dívidas tributárias com FGTS e INSS dos clubes brasileiros. As dívidas até 14 de setembro de 2006 foram parceladas em 240 parcelas e vinculadas à Timemania, loteria federal criada para arrecadar dinheiro e auxiliar o pagamento dos débitos dos clubes com a União. Dentre o total arrecadado com a loteria em cada sorteio 22% são destinados ao pagamento de tais dívidas.

Na assinatura do decreto-lei 6.187/2007, que regulamenta a Lei 11.345/2006, a dívida dos clubes com a União era de R\$ 1,1 bilhão e, até a data de conclusão deste trabalho, não sofreu redução líquida. Pelo contrário, em 31 de dezembro de 2013, último fechamento disponível, o valor atualizado aumentou para R\$ 1,387 bilhões.

O quadro 9 apresenta os principais índices de endividamento aplicados às informações financeiras dos 12 clubes.

Quadro nº 9 – Principais índices de endividamento - 2013

Clube	Endividamento				
	Participação de capital de terceiros	Composição do endividamento	Endividamento geral	Imobilização do patrimônio líquido	Imobilização dos recursos não correntes
Atlético Mineiro	2,25	0,33	0,69	2,81	1,12
Botafogo	-1,18	0,34	6,52	-0,12	-0,53
Corinthians	15,88	0,25	0,94	3,55	0,28
Cruzeiro	3,34	0,58	0,77	3,00	1,24
Flamengo	-1,86	0,27	2,16	-0,71	1,96
Fluminense	-6,43	0,34	1,18	4,54	1,40
Grêmio	-13,90	0,54	1,08	-11,35	2,10
Internacional	0,88	0,58	0,55	1,54	1,13
Palmeiras	-4,64	0,62	1,27	-2,10	2,71
Santos	-2,33	0,57	2,07	-1,05	89,17
São Paulo	1,26	0,60	0,56	2,01	1,33
Vasco	-2,00	0,41	2,00	-0,46	2,67

Verifica-se no quadro 9 elevada participação de capital de terceiros na estrutura de capital dos clubes. Exceto pelo clube Internacional, o restante dos clubes possui uma estrutura de capital baseada em capital de terceiros. Os clubes Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco possuem índice negativo porque seu patrimônio líquido é negativo, o que significa que as obrigações dos clubes sobrepõem os direitos a receber deles. Nestes casos, a estrutura de capital dos clubes está integralmente baseada em capitais de terceiros.

Complementarmente, o endividamento geral mostra quanto do ativo total dos clubes é financiado por capital de terceiros. Os mesmos clubes identificados acima, a saber, Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco, terão o índice endividamento geral superior à 1, isso porque os clubes possuem obrigações que superam os direitos a receber. O restante dos clubes se encontra em uma faixa entre 55% a 94% dos ativos financiados por capital de terceiros.

A composição do endividamento dos clubes demonstra o percentual da dívida total que se encontra classificada como curto prazo, exigindo liquidação no próximo exercício fiscal. Não há um padrão nos clubes escolhidos, verificado na distribuição das composições. Entretanto, aliado ao índice de endividamento geral, verifica-se que os clubes Grêmio, Palmeiras e Santos possuem maior parte dos compromissos

vencendo no exercício de 2014, apresentando um estado de solvência piorado quando comparado com os outros clubes.

Os índices imobilização do patrimônio líquido e dos recursos não correntes identifica o percentual do capital próprio e dos recursos não correntes que está imobilizada e não está em giro. Os clubes que apresentam maior imobilização terão menos recursos disponíveis para pagamento das suas obrigações, porém, para os clubes de futebol, é interessante manter um nível de imobilização para atrair maior público aos seus estádios. Os clubes Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco possuem a imobilização do patrimônio líquido negativa, pois, assim como nos índices já citados, o patrimônio líquido é negativo. Estes mesmos clubes possuem uma imobilização dos recursos não correntes superior à 1, pois o patrimônio líquido anula parte do endividamento de longo prazo destes clubes, tendo efeito positivo neste índice. O quadro 10 apresenta os índices de liquidez dos 12 clubes no ano de 2013.

Quadro nº 10 – Principais índices de liquidez - 2013

Clube	Liquidez			
	Geral	Corrente	Seca	Imediata
Atlético Mineiro	0,20	0,54	0,54	0,02
Botafogo	0,04	0,04	0,04	0,00
Corinthians	0,84	0,78	0,78	0,02
Cruzeiro	0,40	0,42	0,42	0,00
Flamengo	0,08	0,29	0,29	0,05
Fluminense	0,14	0,36	0,36	0,17
Grêmio	0,11	0,17	0,15	0,03
Internacional	0,38	0,52	0,51	0,03
Palmeiras	0,33	0,31	0,31	0,01
Santos	0,12	0,16	0,16	0,00
São Paulo	0,20	0,27	0,25	0,08
Vasco	0,27	0,37	0,36	0,00

De forma geral, os 12 clubes de futebol apresentam índices de liquidez baixos, isso porque a aplicação dos principais índices retornou valores inferiores à 1. Quando os índices de liquidez seja ele geral, corrente, seca ou imediata, são inferiores à 1 significa que os clubes não possuem capacidade de liquidar suas obrigações, estejam elas classificadas como de curto ou longo prazo. Aplicando-se a correlação

dos índices de liquidez corrente e seca, conforme Matarazzo (2010), fica clara a situação financeira insatisfatória dos clubes de futebol, pois todos os clubes encontram-se no quadrante resultante da combinação liquidez corrente e liquidez seca baixas.

Quadro nº 11 – Correlação índices de liquidez corrente e seca - 2013

Liquidez		Liquidez corrente	
	Nível	Alta	Baixa
Liquidez seca	Alta	Nenhum.	Nenhum.
	Baixa	Nenhum.	Atlético Mineiro, Botafogo, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco

O quadro 12 demonstra a aplicação dos principais índices de rentabilidade aos 12 clubes brasileiros.

Quadro nº 12 – Principais índices de rentabilidade - 2013

Clube	Rentabilidade			
	Giro do ativo	Margem líquida	Rentabilidade do ativo	Rentabilidade do patrimônio líquido
Atlético Mineiro	0,29	-0,10	-0,03	-0,09
Botafogo	1,11	-0,53	-0,59	0,14
Corinthians	0,23	0,00	0,00	0,01
Cruzeiro	0,40	-0,13	-0,05	-0,20
Flamengo	0,63	-0,08	-0,05	0,04
Fluminense	0,28	-0,03	-0,01	0,04
Grêmio	0,63	-0,30	-0,19	-15,38
Internacional	0,33	-0,00	-0,00	-0,00
Palmeiras	0,43	-0,13	-0,05	0,25
Santos	1,20	-0,21	-0,26	0,33
São Paulo	0,64	0,06	0,04	0,10
Vasco	0,47	-0,02	-0,01	0,01

A análise do índice giro do ativo determina quantas vezes o ativo girou em relação às vendas do período. Nos casos de Botafogo e Santos para cada R\$ 1,00 investido no ativo total médio foram vendidos 1,11 e 1,2 vezes o volume dos investimentos, respectivamente. Para os outros clubes esse índice é considerado baixo, pois eles

não foram capazes de transformar o ativo total médio investido em receitas de vendas em pelo menos uma vez o valor.

A margem líquida demonstra que nenhuma ou quase nenhuma da receita líquida de vendas é transformada em lucros pelos clubes. Exceto pelo Corinthians, que em 2013 teve um lucro líquido muito baixo quando comparada à sua própria receita (R\$ 1.016 mil *versus* R\$ 302.357 mil), e pelo São Paulo, que teve resultado proporcionalmente maior (R\$ 23.524 mil *versus* R\$ 362.832 mil), o restante dos clubes tiveram prejuízo no período.

Logo, a rentabilidade do ativo total médio e do patrimônio líquido médio foram negativos. O primeiro índice indica que o desempenho econômico não foi bom, pois a empresa não obteve nenhum lucro com o investimento no ativo realizado. Já o segundo índice demonstra que nenhum lucro foi atribuído aos acionistas e pior, que o prejuízo foi totalmente atribuível aos seus acionistas.

Àqueles clubes que possuem patrimônio líquido negativo e tiveram prejuízo no período tiveram seus índices favorecidos pela matemática, a saber: Botafogo, Flamengo, Fluminense, Palmeiras, Santos e Vasco. Para estes clubes, apesar de o índice retornar um valor positivo, não significa que eles obtiveram rendimento para o seu patrimônio líquido.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

A presente pesquisa propôs-se em identificar o estado de solvência dos clubes de futebol brasileiro em 31 de dezembro de 2013.

Essa pesquisa possui um caráter exploratório e descritivo. Primeiro porque explora as perspectivas de análise das informações financeiras e sua aplicação em um ambiente de dificuldades financeiras (insolvência) e segundo porque descreve a importância deste tipo de análise e as diferentes formas de se chegar à esta análise.

A abordagem da pesquisa é quantitativa para analisar e identificar os diferentes níveis de solvência de cada um dos casos escolhidos. Já a estratégia de pesquisa utilizada foi o estudo de caso, segundo Yin (2009) este tipo de estratégia comumente utilizada quando não se tem controle sobre o fenômeno estudado.

3.2 Amostra

A definição da amostra da pesquisa foi baseada na evolução das receitas dos clubes de futebol ligados à CBF e na disponibilidade das informações necessárias para realização das análises; apesar de ser obrigatória a publicação e divulgação das demonstrações financeiras para os clubes não há fiscalização e punição para os clubes que não realizam apresentação e divulgação adequada. O quadro 9 apresenta demonstrativo das receitas do biênio 2012-2013.

Quadro nº 13 – Receitas 2012 / 2013 – Em R\$ milhões

#	Clube	2012	2013
1	São Paulo	284,1	364,7
2	Corinthians	358,5	316,0
3	Internacional	264,2	276,7
4	Flamengo	212,0	272,9
5	Atlético Mineiro	163,0	227,9
6	Grêmio	233,5	192,3
7	Santos	197,8	190,3
8	Cruzeiro	120,4	187,9
9	Palmeiras	244,6	181,2
10	Vasco da Gama	146,2	159,7
11	Botafogo	122,8	154,4
12	Fluminense	151,2	124,8
13	Coritiba	86,8	96,7
14	Vitória	52,3	65,1
15	Goiás	53,1	55,5
16	Sport	79,8	51,4
17	Náutico	41,1	48,1
18	Ponte Preta	30,1	45,6
19	Criciúma	21,3	45,5
20	São Caetano	32,6	39,4

Fonte: BDO – RCS (2014)

Pelo exposto no quadro verifica-se que, no último biênio, as 12 maiores receitas foram faturadas pelos mesmos 12 clubes. Desta forma, utilizaremos os 12 maiores clubes em total de receita no exercício de 2013, o que representa 86,39% do total de receitas dos 20 maiores clubes apresentada, aproximadamente.

3.3 Caracterização dos instrumentos de pesquisa

O instrumento de pesquisa é composto pelos modelos de prescrição de solvência verificados nos materiais de análise econômico-financeira, a saber, os modelos de Altman (1968), Kanitz (1978), Altman et. al. (1979) e Pereira (1982).

Os modelos utilizados foram elaborados com base estatística, avaliando as empresas insolventes à época e buscando, dentre o referencial teórico, índices diversos e as relações entre cada um desses índices e as empresa solventes e insolventes do período.

3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

A coleta de dados foi pautada na pesquisa direta nos endereços eletrônicos dos clubes escolhidos na amostra. A coleta das informações ocorreu no período de junho e agosto de 2014 e buscou as demonstrações financeiras dos referidos clubes dos últimos cinco anos. A relação das informações encontradas na busca, os clubes verificados e as respectivas informações financeiras são conforme quadro 14.

Quadro nº 14 – Demonstrações financeiras

Estado	Clube	2009	2010	2011	2012	2013
MG	Atlético Mineiro	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Botafogo	ND	✓	✓	✓	✓
SP	Corinthians	✓	✓	✓	✓	✓
MG	Cruzeiro	✓	✓	✓	✓	✓
RJ	Flamengo	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Fluminense	✓	✓	✓	✓	✓
RS	Grêmio	✓	✓	✓	✓	✓
RS	Internacional	✓	✓	✓	✓	✓
SP	Palmeiras	ND	✓	✓	✓	✓
SP	Santos	✓	✓	✓	✓	✓
SP	São Paulo	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Vasco	✓	✓	✓	✓	✓

As informações financeiras necessárias para realização dos cálculos de cada um dos modelos são conforme apêndice C, D, E e F.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A verificação do estado de solvência dos clubes brasileiros foi alcançada mediante aplicação dos modelos estatísticos consagrados nas análises financeira e econômicas. A ponderação do risco de crédito mediante ferramenta institucionalizada acelera a avaliação das entidades e padroniza as informações necessárias para tal avaliação.

As informações necessárias para cálculo dos índices podem ser verificadas de diferentes formas: são passíveis de verificação nos balancetes das entidades, nos balanços patrimoniais ou nas demonstrações financeiras completas.

As informações para cálculo dos índices de financeiros componentes dos modelos de prescrição só foi possível devido à divulgação das Demonstrações Financeiras pelos clubes brasileiros, fruto da Lei 9.615/1998.

Os clubes foram identificados e selecionados a partir de sua relevância financeira no cenário nacional e do acesso à informação necessária para análise. Historicamente identificam-se no Brasil 12 clubes grandes, sendo: Atlético Mineiro - MG, Botafogo - RJ, Corinthians - SP, Cruzeiro - MG, Flamengo - RJ, Fluminense - RJ, Grêmio - RS, Internacional - RS, Palmeiras - SP, Santos - SP, São Paulo - SP e Vasco da Gama - RJ. Tais clubes também representam os maiores faturamentos do último triênio, representando mais de 85% do faturamento dos 20 maiores clubes.

O resultado gerado pela aplicação dos modelos identificou os clubes que apresentam estados de solvência, insolvência e aqueles que estão em uma área de indefinição. O índice verificado para cada clube nos modelos identificados está demonstrado no quadro 15.

Quadro nº 15 – Coeficientes modelos

	2013			
	Kanitz	Altman	Altman et. al.	Pereira
Atlético Mineiro	0,92	0,27	-1,32	2,09
Botafogo	0,56	1,30	-2,61	2,65
Corinthians	-1,90	0,24	-1,05	-14,50
Cruzeiro	0,58	0,39	-1,35	2,14
Flamengo	1,46	0,67	-1,34	2,76
Fluminense	3,24	0,28	1,50	3,52
Grêmio	5,24	0,59	0,38	0,91
Internacional	1,61	0,33	-1,14	2,43
Palmeiras	2,85	0,47	-1,41	2,40
Santos	1,37	1,15	-0,74	2,47
São Paulo	0,52	0,65	0,73	1,75
Vasco	2,01	0,43	-1,35	2,45

Os quadros 16, 17, 18 e 19 segregam os clubes nos diferentes estados de solvência, nos respectivos modelos.

Quadro nº 16 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Altman (1968)

Modelo Altman	
Solventes	Nenhum
Indefinidos	Botafogo, Santos
Insolventes	Atlético Mineiro, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, São Paulo e Vasco

Quadro nº 17 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Kanitz (1978)

Modelo Kanitz	
Solventes	Atlético Mineiro, Botafogo, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco
Indefinidos	Corinthians
Insolventes	Nenhum

Quadro nº 18 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Altman et. al. (1979)

Modelo Altman et. al.	
Solventes	Fluminense, Grêmio e São Paulo
Indefinidos	Nenhum
Insolventes	Atlético Mineiro, Botafogo, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Internacional, Palmeiras, Santos e Vasco

Quadro nº 19 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Pereira (1982)

Modelo Pereira	
Situação financeira boa	Atlético Mineiro, Botafogo, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco
Insolventes	Corinthians

Os modelos de Altman (1968) e Altman et. al. – z1 (1979) apresentam conclusões similares. O modelo de Altman (1968), feito baseado em estudo com empresas norte americanas, determinou que todos os clubes analisados apresentasse estado de insolvência, exceto Botafogo e Santos que apresentaram situação de indefinição, já o modelo de Altman et. al. – z1 (1979), configurado para empresas brasileiras, determinou que todos os clubes, exceto Botafogo e Santos, apresentam estado de insolvência.

A diferença nos modelos que impacta o estado dos clubes é o cálculo do índice x4. O modelo norte americano de Altman (1968) considera para cálculo deste índice o valor de mercado do patrimônio líquido apurando o valor total da quantidade de ações dos clubes pelo valor de mercado destas ações, cotados em bolsa de valores.

Já o modelo Altman et. al. (1979) utiliza os valores de patrimônio líquido para cálculo do índice, o que na prática, muda completamente o cálculo. O valor do patrimônio

líquido é composto, basicamente, por capital social (ações), reservas de lucros e prejuízos acumulados. Aquelas empresas que possuem reservas de lucros e não tenham prejuízos acumulados terão seu patrimônio líquido superior ao seu capital social, elevando o valor calculado para o cálculo do estado de solvência.

Somado à diferença entre valor de mercado do patrimônio líquido e o patrimônio líquido, os clubes encontram-se em situação que não possuem cotas de ações, tornando o índice no cálculo norte americano, igual a zero sem influência, positiva ou negativamente, no estado de solvência como um todo.

Para a aplicação do modelo Pereira (1982) pressupõe-se a disponibilização de diversas informações financeiras dos clubes analisados, dentre elas a despesa financeira do período. A ausência de padronização das demonstrações financeiras impossibilitou a identificação da despesa financeira para todos os clubes e, para manter a comparabilidade das análises, utilizou-se o valor referente ao resultado financeiro do período, informação disponível para todos os clubes. Além disso, não foram identificadas nas demonstrações financeiras do clube Grêmio informações referentes aos gastos com pessoal e, desta forma, não se aplicou o modelo para este clube.

Na aplicação do modelo de Pereira (1982) verifica-se que todos os clubes, exceto o clube do Corinthians, apresentam boa situação financeira para os próximos dois exercícios fiscais, 2014 e 2015; os fatores determinantes para diferenciar o clube Corinthians do restante dos clubes foram: prazo médio de recebimento de vendas, superior aos prazos do restante dos clubes; o índice que calcula a razão entre variação do imobilizado e o saldo do lucro líquido líquido da imobilização média, correção monetária e variação do exigível a longo prazo; e o valor do ativo total médio financiado pelo capital próprio médio.

A avaliação do modelo de Kanitz (1978) identifica que todos os clubes analisados, conforme apresentado pelo quadro nº 17, se encontram solventes na data base de 31 de dezembro de 2013. O modelo inclui em sua fórmula índice referente à rentabilidade do patrimônio líquido, que retorna o valor gerado pelo investimento feito com capital próprio, e que beneficiou matematicamente aqueles clubes que tiveram prejuízo no período e que possuem patrimônio líquido negativo. Matematicamente, a razão entre dois valores negativos retorna um valor positivo e, pelo fato do coeficiente deste índice no modelo ser positivo, eleva o fator de

insolvência daquele clube. Devido ao fato de que, quanto maior for o fator de insolvência, melhor será o estado de solvência no modelo de Kanitz (1978), estes clubes tiveram seu fator elevado, sendo beneficiados por isto.

4.1 Patrimônio líquido negativo

A aplicação do modelo de Kanitz (1978) é feita mediante utilização dos valores de patrimônio líquido para apurar a rentabilidade do patrimônio líquido. Esta rentabilidade é somada à fórmula para apuração do estado da respectiva empresa.

A rentabilidade do patrimônio líquida é calculada pelo razão do lucro líquido do período sobre o patrimônio líquido daquela empresa. Contabilmente, o patrimônio líquido pode assumir valores positivos ou negativos; quando o patrimônio líquido é positivo significa que o somatório dos valores justos dos ativos da empresa supera o valor das obrigações da respectiva empresa. Quando o valor das obrigações de uma empresa supera o valor justo dos ativos daquela mesma empresa, o patrimônio líquido assume valor negativo.

Para os casos em que o patrimônio líquido é negativo e a empresa teve prejuízo no mesmo período o razão destes valores resultará em coeficiente positivo e, incluído no modelo de Kanitz (1978), incrementará o estado de solvência da empresa. No referido modelo quanto maior for o fator de insolvência da empresa, melhor será seu estado de solvência, conforme apresentado no tópico 2.2.1.2.

Desta forma, uma empresa que tem mais obrigações a pagar do que direitos a receber e apresenta prejuízo, ou seja, suas despesas superam suas receitas, terá seu fator de insolvência melhorado, o que não reflete adequadamente a situação corrente da empresa. O modelo de Kanitz (1978) não captura uma estrutura de capital baseada integralmente em capital de terceiros e não a diferencia de uma estrutura de capital própria e capital de terceiros.

Os clubes de futebol analisados por este estudo que apresentam patrimônio líquido negativo na data das informações financeiras são: Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco. Para estes clubes não é possível definir o estado de solvência em que se encontram no modelo de Kanitz (1978).

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O trabalho apresentou referencial teórico sobre a análise das informações financeiras de empresas. Destacou a importância de se elaborar uma informação financeira adequada que reflita a posição da empresa e determinou a importância das análises das informações financeiras dispostas pelas empresas para entendimento e compreensão do presente e do futuro delas.

O trabalho descreveu o cenário regulatório aplicável aos clubes de futebol brasileiro, permeando assuntos históricos e incluindo discussões a respeito do futuro próximo dos clubes. Apresentou a evolução do estudo de prescrição de solvência, destacando as principais metodologias ensinadas nos meios acadêmicos, além de destacar o papel da análise econômico financeira das empresas.

Com base em todo o referencial teórico exposto o trabalho foi capaz de identificar e apresentar os resultados da aplicação dos diversos modelos e os discutir frente o arcabouço teórico, descrevendo o estado de solvência de cada um dos clubes selecionados para análise frente aos modelos estabelecidos.

Os modelos apresentados contribuem para uma análise inicial da situação econômico financeira dos clubes e servem de alerta para que os clubes e autoridades responsáveis se mobilizem para que a situação não saia do controle.

O trabalho ainda verificou que as demonstrações financeiras requeridas pela Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, com alterações dadas pela Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011, não são das mais adequadas: não existe um padrão de balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício, bem como de outros quadros como demonstração das mutações do patrimônio líquido e demonstração do fluxo de caixa para que possa ser feita uma análise comparativa aprimorada.

Não está definido também no cenário brasileiro órgão fiscalizador dos clubes, que poderia exercer também a função de padronizar as demonstrações financeiras, bem como exigências de elaboração e auditoria das referidas demonstrações, nem situações em que há a necessidade de intervenções do Estado nos clubes para que cenários como o apresentado pelos clubes seja solucionados ou determinados os culpados.

Durante a elaboração deste trabalho foi definido pela FIFA que o envolvimento de investidores nos atletas de futebol que não sejam entidades ligadas ao esporte será eliminado dentro de um prazo de cinco anos. Na prática, os fundos de investimento que viabilizam as vendas e transferências de jogadores de um clube para outro e que são detentores de parte das multas de cláusulas de rescisão de contratos serão proibidas e apenas os clubes terão este direito. Não foram avaliados neste trabalho os impactos destas definições nas receitas dos clubes, bem como nos resultados obtidos em campo devido ao investimento feito por terceiros.

Finalmente, o trabalho verificou que um dos modelos descritos possui limitação em seu uso para aqueles clubes que possuem patrimônio líquido negativo. Nestes casos, o modelo não captura e interpreta adequadamente a estrutura de capital dos clubes e o seu real estado de solvência.

REFERÊNCIAS

ALTMAN, Edward I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The journal of finance**, v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.

ALTMAN, Edward I.; BAIDYA, Tara KN; DIAS, Luis Manoel Ribeiro. Assessing potential financial problems for firms in Brazil. **Journal of International Business Studies**, p. 9-24, 1979.

BORINELLI, Márcio Luiz; PIMENTEL, Renê Coppe. Curso de contabilidade para gestores, analistas e outros profissionais. **São Paulo: Atlas**, 2010.

BRIGHAM, Eugene; EHRHARDT, Michael. **Financial management: theory & practice**. Cengage Learning, 2013.

DA SILVA, José Pereira. **Análise financeira das empresas**. Atlas, 2008.

DA SILVA, José Pereira. **Gestão e análise de risco de crédito**. Atlas, 2008.

DE IUDICIBUS, Sergio. **Análise de balanços**. Atlas, 1995.

ELIZABETSKY, Roberto. **Um modelo matemático para decisões de crédito no banco comercial**. 190 f. 1976. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção)—Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo-SP.

FITZPATRICK, Paul J. **A Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies: Paul J. Fitzpatrick**,... Accountants Publishing Company, 1932.

GITMAN, Lawrence. J. Princípios de administração financeira. 10ª edição; tradução técnica Antonio Zoratto Sanvicente. 2004.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. Administração financeira. Administração financeira. 2003.

KANITZ, Stephen Charles. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw do Brasil, 1978.

MATARAZZO, Dante C. Análise Financeira de Balanços—Ed. **Atlas: são Paulo-2003**, 2003.

MATARAZZO, D. **Análise de balanços: abordagem gerencial**. 2010.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial: a contabilidade como instrumento de análise, gerência e decisão, as demonstrações contábeis: origens e finalidades, os aspectos fiscais e contábeis das leis em vigor**. Atlas, 2009.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado financeiro**. Atlas, 2009.

SAUTCHUK, Jaime. **Os descaminhos do futebol: um livro que torce por um novo futebol no Brasil**. Verano, 2001.

TAMARI, Meir. Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy. **Management International Review**, p. 15-21, 1966.

TOPA, Lética E. **La gestión de créditos (bancária y mercantil)**. Buenos Aires: Depalma, 1979.

YIN, Robert K. **Case study research: Design and methods**. sage, 2009.

BRASIL, Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969, Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 mai. 1969

BRASIL, Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976, Dispõe sobre as relações de trabalho do atleta profissional de futebol e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 3 set. 1976.

BRASIL, Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993, Institui normas gerais sobre desportos e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 7 jul. 1993.

BRASIL, Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, Institui normas gerais sobre desporto e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 25 mar. 1998.

BRASIL, Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000, Institui o Programa de Recuperação Fiscal – Refis e dá outras providências, e altera as Leis n^{os} 8.036, de 11 de maio de 1990, e 8.844, de 20 de janeiro de 1994. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 11 abr. 2000

BRASIL, Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, Institui o Código Civil. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 11 jan. 2002

BRASIL, Lei nº 10.671, de 15 de maio de 2003, Dispõe sobre o Estatuto de Defesa do Torcedor e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 16 mai. 2003.

BRASIL, Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003, A ltera a legislação tributária, dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional do Seguro Social e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 mai. 2003

BRASIL, Medida Provisória nº 303, de 29 de junho de 2006, Dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional do Seguro Social nas condições que especifica e altera a legislação tributária federal. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 10 jul. 2006

BRASIL, Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, Dispõe sobre a instituição de concurso de prognóstico destinado ao desenvolvimento da prática desportiva, a participação de entidades desportivas da modalidade futebol nesse concurso e o parcelamento de débitos tributários e para com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS; altera as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, e 10.522, de 19 de julho de 2002 ; e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 set. 2006

BRASIL, Decreto-Lei nº 6.187, de 14 de agosto de 2007, Regulamenta a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006 , institui o concurso de prognóstico denominado Timemania, estabelece os critérios de participação e adesão das entidades de prática desportiva da modalidade de futebol profissional e dispõe sobre o parcelamento de débitos tributários e não-tributários e para com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 ago. 2007

BRASIL, Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o [Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972](#) , as Leis nºs [8.212, de 24 de julho de 1991](#) , 8.213, de 24 de julho de 1991, [8.218, de 29 de agosto de 1991](#) , [9.249, de 26 de dezembro de 1995](#) , [9.430, de 27 de dezembro de 1996](#) , 9.469, de 10 de julho de 1997, [9.532, de 10 de dezembro de 1997](#) , [10.426, de 24 de abril de 2002](#) , 10.480, de 2 de julho de 2002, [10.522, de 19 de julho de 2002](#) , [10.887, de 18 de junho de 2004](#) , e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs [8.981, de 20 de janeiro de 1995](#) , [10.925, de 23 de julho de 2004](#) , [10.637, de 30 de dezembro de 2002](#) , [10.833, de 29 de dezembro de 2003](#) , [11.116, de 18 de maio de 2005](#) , [11.732, de 30 de junho de 2008](#) , 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, [11.345, de 14 de setembro de 2006](#) ; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs [8.383, de 30 de dezembro de 1991](#) , e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do [Decreto-Lei nº 73, de 21 de](#)

[novembro de 1966](#), das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, [9.718, de 27 de novembro de 1998](#), e 6.938, de 31 de agosto de 1981, [9.964, de 10 de abril de 2000](#), e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da [Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005](#); e dá outras providências.

Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil, Brasília, DF, 28 mai. 2009

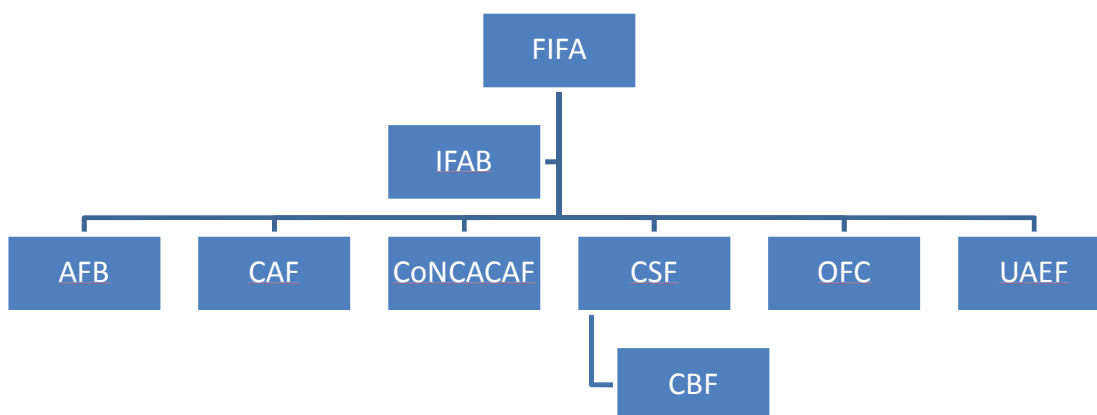
BRASIL, Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011, Altera as Leis nºs 9.615, de 24 de março de 1998, que institui normas gerais sobre desporto, e 10.891, de 9 de julho de 2004, que institui a Bolsa-Atleta; cria os Programas Atleta Pódio e Cidade Esportiva; revoga a Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976; e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 mar. 2011

Projeto de Lei 5201/2013 Altera a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, para modificar a destinação dos valores arrecadados no concurso de prognóstico denominado Timemania com o objetivo de torná-la mais atraente para seus apostadores e de aumentar a capacidade de pagamento das entidades desportivas quanto às suas dívidas fiscais junto à União, e dá outras providências. Disponível em: < <http://www.camara.leg.br/sileg/default.asp> > Acesso em 17/11/2014

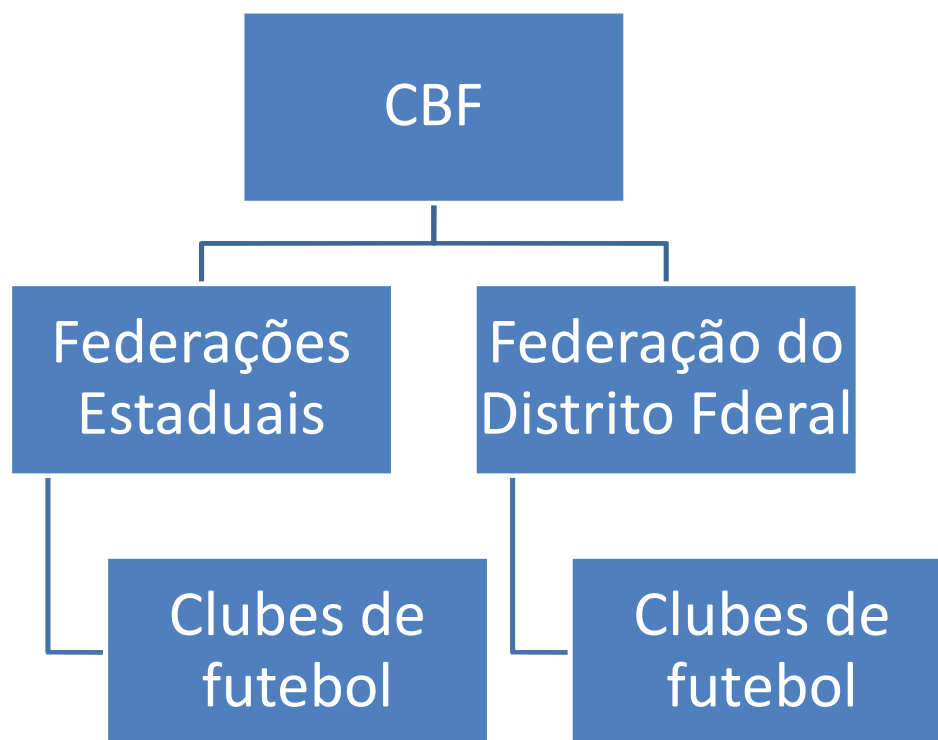
BDO – RCS, 7º Valor das marcas dos clubes brasileiros: finanças dos clubes 2014. Disponível em: <<http://www.bdobrazil.com.br/pt/publicacoes.html>> Acesso em 17/11/2014

APÊNDICES

Apêndice A – Estrutura organizacional do futebol no mundo



Apêndice B – Estrutura organizacional do futebol no Brasil



Apêndice C – Informações financeiras modelo Kanitz (1978)

	Estado	Clube	Ativo Circulante	Estoques	Realizável a longo prazo	Passivo Circulante	Exigível Total	Patrimônio Líquido	Lucro líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	99.249	738	8.072	182.406	545.758	242.475	-22.534
	RJ	Botafofo	9.870	0	17.652	249.933	726.361	-614.996	- 80.299
	SP	Corinthians	240.396	194	771.030	306.583	1.205.090	75.887	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	447	54.022	193.498	334.881	100.155	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	942	3.275	221.958	825.451	-443.401	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	133	8.883	167.124	491.156	-76.366	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	3.154	6.291	168.101	311.297	-22.395	-51.487
	RS	Internacional	112.463	1.761	29.683	215.073	371.487	421.357	-952
	SP	Palmeiras	89.007	479	65.642	287.963	466.407	-100.511	-22.621
	SP	Santos	29.720	0	10.121	190.434	336.561	-144.419	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	3.384	12.397	187.198	312.921	247.575	23.524
	RJ	Vasco	107.726	770	85.723	295.059	711.813	-355.804	-3.511

Apêndice D – Informações financeiras modelo Altman (1968)

2013	Estado	Clube	Ativo Circulante	Ativo Total	Passivo Circulante	Exigível Total	Valor de mercado PL	Lucros Retidos	Vendas	LAIR
	MG	Atlético Mineiro	99.249	788.233	182.406	545.758	0	0	218.466	-22.534
	RJ	Botafogo	9.870	111.365	249.933	726.361	0	0	150.229	-80.299
	SP	Corinthians	240.396	1.280.977	306.583	1.205.090	0	1.016	302.357	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	435.036	193.498	334.881	0	0	172.112	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	382.050	221.958	825.451	0	0	259.175	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	414.790	167.124	491.156	0	0	116.588	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	288.902	168.101	311.297	0	0	172.684	-51.487
	RS	Internacional	112.463	680.381	215.073	371.487	0	0	225.984	-952
	SP	Palmeiras	89.007	365.896	287.963	466.407	0	0	176.881	-22.621
	SP	Santos	29.720	162.422	190.434	336.561	0	0	190.275	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	560.496	187.198	312.921	0	23.524	362.832	23.524
	RJ	Vasco	107.726	356.010	295.059	711.813	0	0	155.339	-3.511

Apêndice E – Informações financeiras modelo Altman et. al. (1979)

	Estado	Clube	Ativo Circulante	Ativo Total	Passivo Circulante	Reservas	Lucros acumulados	Exigível Total	Patrimônio líquido	Vendas	Lucro líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	99.249	788.233	182.406	615	0	545.758	242.475	218.466	-22.534
	RJ	Botafogo	9.870	111.365	249.933	0	0	726.361	-614.996	150.229	-80.299
	SP	Corinthians	240.396	1.280.977	306.583	88.381	0	1.205.090	75.887	302.357	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	435.036	193.498	216	0	334.881	100.155	172.112	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	382.050	221.958	261	0	825.451	-443.401	259.175	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	414.790	167.124	294.156	0	491.156	-76.366	116.588	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	288.902	168.101	142.192	0	311.297	-22.395	172.684	-51.487
	RS	Internacional	112.463	680.381	215.073	471	0	371.487	421.357	225.984	-952
	SP	Palmeiras	89.007	365.896	287.963	0	0	466.407	-100.511	176.881	-22.621
	SP	Santos	29.720	162.422	190.434	33.595	0	336.561	-144.419	190.275	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	560.496	187.198	235.338	0	312.921	247.575	362.832	23.524
	RJ	Vasco	107.726	356.010	295.059	74	0	711.813	-355.804	155.339	-3.511

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982)

	Estado	Clube	Disponível	Ativo Circulante	Duplicatas a receber	Ativo permanente	Variação imobilizado	Imobilizado médio	Passivo Circulante	Emp / Finan	Variação do ELP
2013	MG	Atlético Mineiro	3.456	99.249	92.494	680.913	-1.012	200.578	182.406	172.689	-10.693
	RJ	Botafogo	162	9.870	374.182	72.843	-356	43.600	249.933	95.189	-2.663
	SP	Corinthians	5.210	240.396	963.310	269.551	11.081	208.162	306.583	34.923	-20.491
	MG	Cruzeiro	102	80.941	125.268	300.073	-3.076	224.548	193.498	31.218	-23.173
	RJ	Flamengo	12.034	64.740	620.204	314.035	-5.729	137.407	221.958	112.259	38.023
	RJ	Fluminense	28.653	59.572	274.179	346.335	-1.570	324.601	167.124	31.834	-26.306
	RS	Grêmio	5.484	28.343	20.739	254.268	10.831	142.231	168.101	61.741	-3.461
	RS	Internacional	5.792	112.463	125.187	650.698	-859	587.548	215.073	29.155	-10.262
	SP	Palmeiras	3.866	89.007	142.787	211.247	-3.546	152.255	287.963	34.691	-96.594
	SP	Santos	432	29.720	37.650	152.301	-840	50.798	190.434	62.124	-1.779
	SP	São Paulo	15.152	49.887	517.599	498.212	15.810	293.970	187.198	92.831	-109
	RJ	Vasco	745	107.726	115.330	162.561	15	99.864	295.059	116.610	105.898

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982) - Continuação

	Estado	Clube	Exigível a longo prazo	Margem Bruta	Capital de terceiros	Ativo Total	Ativo total médio	Investimento médio	Investimento	Salários, tributos e correções médios	Patrimônio líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	363.352	29	545.758	788.233	753.115	434.968	434.968	140.191	242.475
	RJ	Botafogo	476.428	-12	726.361	111.365	135.085	683	725	59.501	-614.996
	SP	Corinthians	898.507	3	1.205.090	1.280.977	1.336.882	0	0	130.404	75.887
	MG	Cruzeiro	141.383	1	334.881	435.036	430.052	0	0	117.868	100.155
	RJ	Flamengo	603.493	10	825.451	382.050	412.155	148.053	147.042	98.956	-443.401
	RJ	Fluminense	324.032	30	491.156	414.790	417.311	0	0	40.797	-76.366
	RS	Grêmio	143.196	7	311.297	288.902	275.367	550	667	ND	-22.395
	RS	Internacional	156.414	17	371.487	680.381	679.073	0	0	63.759	421.357
	SP	Palmeiras	178.444	26	466.407	365.896	415.122	0	0	75.791	-100.511
	SP	Santos	146.127	6	336.561	162.422	159.187	0	0	75.467	-144.419
	SP	São Paulo	125.723	21	312.921	560.496	562.595	0	0	78.992	247.575
	RJ	Vasco	416.755	10	711.813	356.010	327.333	0	0	85.075	-355.804

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982) - Continuação

	Estado	Clube	Patrimônio líquido médio	Reservas	Lucro Líquido	Lucros suspensos	Vendas	Lucro operacional	Resultado financeiro	Lucro bruto
2013	MG	Atlético Mineiro	253.743	615.374	-22.534	0	218.466	23	-24.011	63.545
	RJ	Botafogo	-574.872	0	-80.299	0	150.229	-58.306	-21.943	-17.516
	SP	Corinthians	75.379	88.381	1.016	1.016	302.357	1.016	-8.118	8.797
	MG	Cruzeiro	113.365	215.879	-22.822	0	172.112	-22.822	-8.297	1.297
	RJ	Flamengo	-433.645	261.447	-19.512	0	259.175	26.897	-46.410	26.897
	RJ	Fluminense	-74.712	294.156	-3.308	0	116.588	-3.308	-16.176	34.575
	RS	Grêmio	3.349	142.192	-51.487	0	172.684	-51.487	-32.708	11.237
	RS	Internacional	422.751	470.946	-952	0	225.984	10.957	-11.909	38.405
	SP	Palmeiras	-89.201	0	-22.621	0	176.881	-22.621	-24.268	45.344
	SP	Santos	-124.109	33.595	-40.621	0	190.275	-40.621	-20.656	11.314
	SP	São Paulo	235.406	235.338	23.524	23.524	362.832	23.524	-16.311	74.624
	RJ	Vasco	-317.353	74.257	-3.511	0	155.339	-3.511	-18.478	14.968



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

Brasília – DF

2014

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

Monografia apresentada ao
Departamento de Administração como
requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr., Paulo de Brito

Brasília – DF

2014

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de
Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do
aluno

Amaro Vieira da Silveira

Dr., Paulo Augusto Pettenuzo de Brito
Professor-Orientador

Dr., André Luiz Marques Serrano,
Professor-Examinador

MSc, Fernanda Ledo Marciniuk
Professor-Examinador

Brasília, 19 de novembro de 2014

Dedico aos meus pais, que me proporcionaram algo que eles não tiveram. Dedico a minha filha Lara, fonte de alegria e brilho em minha vida. Dedico a Fabiana Resende, pelo apoio e paciência sem fim.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Lucas Pinheiro, pelo simples e útil.
Agradeço à PwC pelo investimento feito.

RESUMO

Tendo em vista o atual cenário de discussão sobre os mecanismos de fiscalização e manutenção da atividade esportiva futebol o presente estudo propõe-se a identificar e avaliar os mecanismos atuais para responsabilização e exigência das obrigações dos clubes de futebol, bem como mensurar a capacidade de pagamento daqueles. O alto volume financeiro e as grandes transações de jogadores, as promessas dos dirigentes eleitos e a pressão por resultados dos torcedores e investidores fizeram com que o investimento realizado no futebol crescesse além da capacidade de pagamento das fontes de recursos, com impacto direto no estado de solvência dos clubes analisados. O método utilizado foi o estudo de caso, realizado com doze clubes de futebol do Brasil. Identificaram-se os principais índices econômico-financeiros e de endividamento dos clubes, identificando quais os clubes que apresentam estado de insolvência e quais os clubes que apresentam situação financeira boa. Verificou-se que os índices econômico-financeiros e de endividamento encontram-se em um nível baixo, com implicações no estado de solvência dos clubes. Concluiu-se que dentro dos cinco modelos utilizados, apenas um definiu uma situação financeira boa geral, sendo que no restante identificou-se que os clubes apresentam problemas com relação a sua situação financeira.

Palavras-chave:

Administração financeira.
brasileiros.

Prescrição de solvência.

Clubes de futebol

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Níveis de análise financeira	20
Figura 2 - Pilares da análise financeira	21

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFC – *Asian Football Confederation*

BP – Balanço Patrimonial

CAF – *Confédération Africaine de Football*

CBF – Confederação Brasileira de Futebol

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CoNCACAF – *Confederation of North Central American and Caribbean Association Football*

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CSF – Confederación Sudamericana de Fútbol

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

FIFA – *Fédération Internationale de Football Association*

IFAB – *International Football Association Board*

ND – Não disponível

OFC – Oceania Football Confederation

REFIS – Programa de Recuperação Fiscal

UAEF – Union des Associations Européennes de Football

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Contextualização	11
1.2	Formulação do problema.....	13
1.3	Objetivo Geral.....	14
1.4	Objetivos Específicos	14
1.5	Justificativa	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1	Administração financeira	17
2.1.1	Análise financeira.....	18
2.2	Estado de solvência.....	28
2.2.1	Análise discriminante	31
2.3	Indústria esportiva – Futebol	35
2.3.1	História do futebol	35
2.3.2	Organização e estrutura do futebol	36
2.3.3	Estrutura econômico-financeira do futebol no Brasil	39
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	46
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa	46
3.2	Amostra	47
3.3	Caracterização dos instrumentos de pesquisa	48
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados	48
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	50
4.1	Patrimônio líquido negativo	54
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	56
	REFERÊNCIAS.....	57
	APÊNDICES.....	61
	Apêndice A – Estrutura organizacional do futebol no mundo.....	61
	Apêndice B – Estrutura organizacional do futebol no Brasil.....	62
	Apêndice C – Informações financeiras modelo Kanitz (1978).....	63
	Apêndice D – Informações financeiras modelo Altman (1968).....	64
	Apêndice E – Informações financeiras modelo Altman et. al. (1979)	65
	Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982).....	66

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Por diversas vezes verifica-se a veiculação de notícias a respeito da situação financeira dos clubes brasileiros: “Os 24 clubes de futebol mais endividados” (Exame.abril.com.br, 22/08/2014); “Passividade do governo e má gestão fazem dívidas de clubes com a União crescer 10 vezes em 20 anos” (zh.clicrbs.com.br, 02/08/2014); “Clubes brasileiros aumentam as receitas, mas gastos turbinam suas dívidas” (Folha de São Paulo Online, 20072014; “Dívidas dos principais clubes brasileiros chegam a R\$ 4,7 bilhões (Estadão Online, 30/05/2013).

Tão pouco é difícil achar notícias a respeito de ações e bloqueios judiciais envolvendo clubes: “Justiça do Trabalho penhora ginásio Panela de Pressão, do Noroeste” (globoesporte.globo.com, 07/11/2014); “Justiça penhora direitos econômicos do volante Jonas, do Sampaio” (globoesporte.globo.com, 06/11/2014); “Atlético-MG tem cotas de TV bloqueadas por dívida de mais de R\$ 100 milhões” (espn.uol.com.br, 30/09/2014); “Divida de nado sincronizado penhora 10 % do contrato da Umbro com Vasco [da Gama - RJ]” (globoesporte.globo.com, 01/10/2014); “TJ RJ mantém penhora de R\$ 58 milhões para Vasco [da Gama - RJ] pagar Romário” (jusbrasil.com.br, 2012).

Dado o caráter social e político e o grande interesse dos brasileiros no esporte é possível verificar preocupação com essas dívidas também no âmbito político do Brasil. Historicamente medidas de auxílio aos clubes, bem como de fiscalização foram criadas.

Em 1969 era criada a Loteria Esportiva (Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969) em que os fundos levantados serviriam como investimento em políticas sociais, ligadas ao esporte, e para apoiar os clubes nacionais, como no pagamento de viagens para participação nos campeonatos.

Em 2 de setembro de 1976 foi publicada a Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976 (“Lei do Passe”), que garantia aos clubes formadores dos atletas dinheiro fruto das transações dos direitos federativos daquele atleta, mesmo após o término dos

contratos de trabalho. Os atletas eram considerados ativos para os clubes e, desta forma, aqueles poderiam ser alienados para equacionar as contas e as dívidas dos clubes. Mesmo com o esforço de prover os clubes de receitas sobre os seus ativos, os atletas, a situação financeira dos clubes não apresentou melhoras, surgindo a Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993 (“Lei Zico”).

A Lei Zico abriu a oportunidade de os clubes serem gerenciados por entidades com fins lucrativos. Com esta ação o governo buscava transformar os clubes em empresas, mas não os obrigavam a tal; caso os clubes optassem pela gerencia de uma empresa perderiam incentivos fiscais.

Em 1998 foi criada a Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998 (“Lei Geral dos Desportos” ou “Lei Pelé”) que trouxe diversas mudanças significativas dentre elas: extinção do passe do jogador, impedindo a negociação dos direitos sobre os jogadores, reduzindo significativamente as receitas dos clubes (para reduzir estas perdas, os clubes incluíram nos contratos firmados com os jogadores cláusulas que estabelecem multa rescisória além de prolongar os prazos dos contratos). Além disso, a Lei Pelé também traz a possibilidade de os clubes virarem clubes empresa, demonstrando a preocupação do Estado de aumentar a regulamentação e fiscalização sobre tais clubes.

Com o advento da Lei Pelé tornou-se obrigatória a apresentação das Demonstrações Financeiras para os clubes esportivos brasileiros, conforme Inciso I do Art. 46-A da referida Lei, com a redação dada pela Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011:

“elaborar suas demonstrações financeiras, separadamente por atividade econômica, de modo distinto das atividades recreativas e sociais, nos termos da lei e de acordo com os padrões e critérios estabelecidos pelo Conselho Federal de Contabilidade, e, após terem sido submetidas a auditoria independente, providenciar sua publicação, até o último dia útil do mês de abril do ano subsequente, por período não inferior a 3 (três) meses, em sítio eletrônico próprio e da respectiva entidade de administração ou liga desportiva;”

O texto foi ainda afirmado pela Lei 10.671, de 15 de maio de 2003 (“Estatuto do Torcedor”):

“II – mecanismos de transparência financeira da entidade, inclusive com disposições relativas à realização de auditorias independentes, observado o

disposto no art. 46-A da Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998; "(Art. 33º da Lei nº 10.671, de 15 de maio 2003).

Através das Demonstrações Financeiras dos clubes de futebol é possível realizar uma análise financeira destes clubes. Tal análise é uma importante ferramenta para a compreensão da situação das empresas e, por consequência, para a tomada de decisão do investidor e dos caminhos a serem seguidos pelo gestor.

Tipicamente, essas análises são realizadas utilizando-se o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício, que dão um retrato da posição patrimonial das empresas e demonstram os resultados obtidos dentro do exercício e as movimentações dos fluxos de caixa das empresas por meio de índices.

Este trabalho se propõe a avaliar as Demonstrações Financeiras dos clubes esportivos brasileiros através da aplicação de modelos de prescrição de solvência e avaliar o nível de solvência dos clubes brasileiros.

1.2 Formulação do problema

Estudo elaborado e divulgado pela empresa BDO – RCS (2014), filial brasileira da empresa de consultoria e auditoria BDO, com 24 clubes brasileiros em 2013 demonstra que a dívida total dos clubes é de R\$ 5,68 bilhões, sendo que cerca de 51%, ou seja, R\$ 2,711 bilhões são referentes a dividas tributárias.

Mesmo que estes números sejam considerados altos, como será visto logo mais na análise das demonstrações financeiras, os dirigentes continuam realizando transações financeiras com altos valores sejam na aquisição de atletas sejam no investimento patrimonial dos clubes, pois não vêm sendo responsabilizados por suas gestões perante os Órgãos Oficiais do Estado: está em discussão legislação aplicável e mecanismos de se manter o controle e aplicar punições para gestores que realizem gastos sem que sejam cumpridas as obrigações fiscais dos clubes (Projeto de Lei 5201/2013), bem como a forma como será realizado o pagamento das dívidas tributárias dos clubes.

O estado brasileiro realiza periodicamente a criação de REFIS, dentre eles o REFIS 1 (Lei nº 9.964/2000), REFIS PAES (Lei nº 10.684/2003), REFIS PAEX (Medida

Provisória 303/2006) e REFIS da Crise (Lei nº 11.941/2009), entre outros. REFIS é o refinanciamento de débitos com a Secretaria da Receita Federal - SRF, a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional - PGFN e o Instituto Nacional do Seguro Social - INSS, com o intuito de arrecadar o montante devido através de acordos sem que se aguardem decisões judiciais finais (Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995). A grande vantagem do REFIS para as organizações adquirentes é o de liquidar seus saldos com algum nível de desconto e através de parcelamento; já para o Estado aumenta-se a arrecadação e aprimora seus principais índices financeiros através de receitas não esperadas.

Este trabalho irá descrever o impacto desse endividamento na situação econômico-financeira dos 12 maiores clubes de futebol brasileiro em volume de venda.

1.3 Objetivo Geral

O objetivo da pesquisa é determinar os níveis atuais de endividamento dos clubes e definir o estado de solvência dos clubes selecionados. Demonstrar a evolução do endividamento geral dos clubes nos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2009 a 31 de dezembro de 2013.

1.4 Objetivos Específicos

Descrever o cenário regulatório aplicado aos clubes de futebol brasileiro.

Apresentar conceitos básicos sobre análise de solvência das empresas, as principais metodologias utilizadas, ressaltando a importância de se realizar uma análise econômica financeira como ferramenta de avaliação de investimentos.

Mensurar e avaliar os principais índices econômicos dos clubes de futebol brasileiros.

Aplicar as metodologias descritas determinando o nível de solvência dos casos escolhidos dentre os clubes de futebol brasileiros .

1.5 Justificativa

Em 30 de setembro de 2013 foi criada uma organização formada por jogadores preocupados com o cenário do futebol brasileiro: nascia então o Bom Senso F.C. (“Bom Senso”). Em meio aos campeonatos oficiais estes jogadores realizaram manifestações para mobilizar a sociedade e pedindo bom senso para todos os envolvidos.

Em sua apresentação inicial o Bom Senso destaca os seguintes pontos:

- Dentre os 684 clubes profissionais, 583 não possuem calendário anual;
- Dentre os 20 mil atletas profissionais, cerca de 16 mil recebe 2 salários mínimos durante somente 6 meses do ano;
- O endividamento dos clubes brasileiros cresceu 74% no período de 2008 a 2012, totalizando R\$ 4,75 bilhões, sendo R\$ 2,5 bilhões devidos ao governo brasileiro.

Através da mobilização alcançada o grupo de jogadores formalizou, em pouco menos de 1 ano, duas propostas: calendário e fair play financeiro. Sua iniciativa chegou ao Congresso Nacional sobre a forma de Projeto de Lei de Responsabilidade Fiscal do Esporte (PL 5201/2013).

Os principais pontos do Projeto de Lei são:

- Renegociação das dívidas acumuladas até 2014, com prazo máximo de 25 anos para parcelamento, com a Receita Federal, Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, Banco Central e com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço;
- Criação de comitê de fiscalização das finanças dos clubes, com representantes dos clubes, dos atletas, da imprensa esportiva e dos patrocinadores;

- Criação de Loteria Esportiva, com destinação de 2,7% da arrecadação para os clubes com a obrigação de utilizar o recurso para pagamento das dívidas;
- Criação de Fundo de Iniciação Esportiva, com recursos destinados à projetos de incentivo à prática de modalidade olímpica e paraolímpica no ensino fundamental e na educação especial. (Câmara dos Deputados Online, 14/08/2014).

O Projeto de Lei 5201/2013 continua a discussão sobre a responsabilidade econômico-financeira dos clubes, bem como amplia o prazo para liquidação das dívidas tributárias dos clubes de futebol. Essa ampliação auxilia o clube no pagamento das suas dívidas, bem como tenta garantir a continuidade normal das atividades deles.

Ainda assim, falta identificar qual a situação econômico-financeira destes clubes e avaliar a sua capacidade de pagamento e seu estado de solvência.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Administração financeira

A administração financeira deve gerir os assuntos diversos financeiros das empresas, independente do setor em que atua e o porte da empresa. Os assuntos vão desde o planejamento e concessão de crédito, avaliação de investimento e captação recurso, bem como a proteção a posição financeira em moeda estrangeira. Em suma, é responsável pelas finanças das empresas (Gitman, 2004).

Pereira (2008) resume as funções do departamento financeiro e responsáveis pelas finanças de uma empresa na responsabilidade pelos investimentos, financiamentos e planejamentos dos dividendos.

A função investimento é responsável por determinar a organização dos ativos da empresa, seja em ativos permanentes capazes de gerar outros ativos, seja em ativos financeiros (Pereira, 2008).

A função financiamento é responsável por determinar a estrutura de capitais da empresa, por meio de avaliação dos custos e riscos associados a cada fonte de capital, seja ele próprio ou de terceiros (Pereira, 2008).

A função de planejamento dos dividendos é responsável por remunerar cada fonte de capital, definida na função financiamento, o resultado alcançado pela empresa (Pereira, 2008).

Gitman (2003) diz que os processos através dos quais o capital é transferido são a tradução do que são finanças. Tal capital é transferido dentro de mercados financeiros pelos seus atores: gerentes financeiros (representantes ou não de empresas) e investidores. Os mercados financeiros facilitam os fluxos dos recursos entre órgãos do governo, investidores e empresas (Gitman, 2003).

Gitman (2003) estabelece relação entre a administração financeira e a contabilidade em que os responsáveis por ambas as áreas desempenham funções similares, quando não equivalentes. Para o autor a diferença básica entre as funções está no foco das atividades de fluxos de caixa e tomadas de decisões. Contadores

respeitam o regime da competência e coletam e apresentam os dados financeiros. Já os administradores financeiros dão ênfase ao regime de caixa (entradas e saídas de moeda) e avaliam os dados financeiros, servindo de base para a tomada de decisão.

Brigham e Ehrhardt (2013) afirma que administração financeira é importante para todas as empresas, pois auxilia na tomada de decisão, desde a compra de material de escritório até em grandes negociações, como aquisições e cisões. Por possuir tamanha importância o analista financeiro deve possuir conhecimentos sobre investimentos, mercado de capital e sobre a própria administração financeira, como matemática financeira, conceitos de custo de capital, etc.

2.1.1 Análise financeira

A avaliação das empresas seja como gestor, investidor ou credor é de extrema importância para tomar a decisão de iniciar ou continuar uma transação. Compreender as relações da empresa e suas informações financeiras, bem como os fatores internos e externos, são ferramentas que auxiliam naquela avaliação (Pereira, 2008).

Assaf Neto (2009) afirma que a avaliação das demonstrações financeiras é uma das mais importantes funções da administração financeira despertando interesses dos investidores, administradores, usuários das demonstrações financeiras, enfim, todos os *stakeholders* da empresa.

Tanto Assaf Neto (2009) como Pereira (2008) enaltecem a importância da análise financeira como ferramenta de avaliação das empresas. Pereira (2008) descreve que as análises proporcionam contribuição de destaque no processo das análises, mas não deve ser o único meio de se avalia-las, sendo necessário considerar outros fatores, externos e internos, para garantir uma avaliação assertiva.

Matarazzo (2010) explica que as demonstrações financeiras são dados que precisam ser transformados em informações, onde dados são os números dos objetos e eventos e que as informações são representações que, ao serem comunicadas, devem causar alguma “reação ou decisão”.

Ainda de acordo com Matarazzo (2010) a análise financeira deve ser pautada pela preocupação de transmitir informações aos seus usuários para que estes possam, em contrapartida, tomar decisões de investimento concluindo que a qualidade e a extensão das informações que conseguir gerar, e que serão consideradas para as tomadas de decisões, dará o grau de excelência daquela análise.

Borinelli (2010) alerta para o fato de que a simples identificação de um índice é insuficiente para acrescentar algo novo. Podem-se criar novos índices, desde que estes apresentem relações lógicas de causa e efeito, além de serem possíveis de mensuração e comparação.

Não somente relações lógicas de causa e efeito, mas para se usar os índices estabelecidos deve-se manter um “acompanhamento constante e sistemático da posição financeira, econômica e patrimonial de empresas ao longo do tempo e, principalmente, contextualizando...” tais índices (Borinelli, 2010, p.402). A contextualização estará representada pela comparação de um mesmo índice com outras empresas do mesmo setor de atividades ou similar.

A utilização de índices-padrão pode ser levada em consideração, seja aquele índice uma meta estabelecida internamente seja um *benchmark* de mercado, para analisar a gestão administrativa das empresas e possibilitar o estabelecimento de políticas de controle das atividades (Marion, 2009).

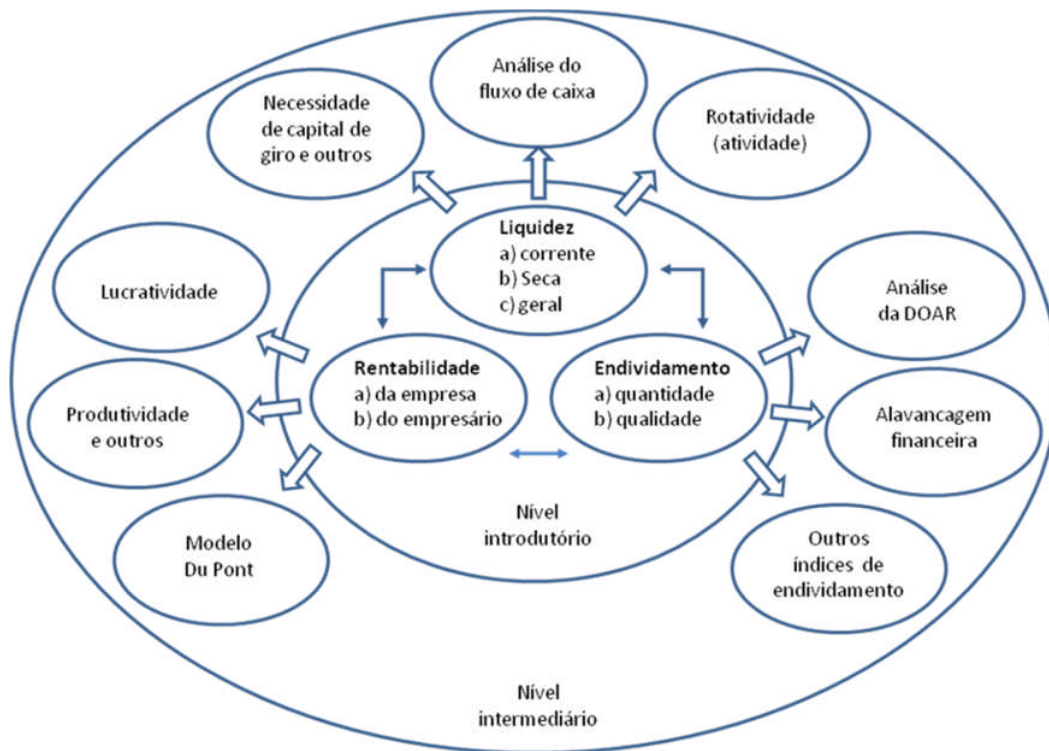
Marion (2009) define índices-padrão como a representação de índices médios de empresas de um mesmo ramo de atividade e que serão os parâmetros para realização de análises sobre aquele índice.

Borinelli (2010) faz referência ao trabalho de Ludicibus (1995) que defende o uso de índices desde que mantido o foco no que se pretende obter com a análise, resultando em informações precisas para aquela empresa, independente do número de índices a avaliação da correlação destes índices aliada à contextualização destes trará resultados eficientes e objetivos no assunto avaliado. O resultado obtido, dependendo do conjunto de índices, trará informações no âmbito de quatro situações: financeira (liquidez), patrimonial (estrutura de capital), econômica (rentabilidade) e operacional (gestão de ativos e passivos) (Borinelli, 2010, p.404).

Marion (2009) estabelece níveis para a análise financeira: introdutório, intermediário e avançado. Os dois primeiros níveis são apresentados pelo autor conforme figura 1

e o nível avançado é determinado pela utilização de índices de diferentes pilares dentro de uma análise única, correlacionando-os.

Figura 1 - Níveis de análise financeira

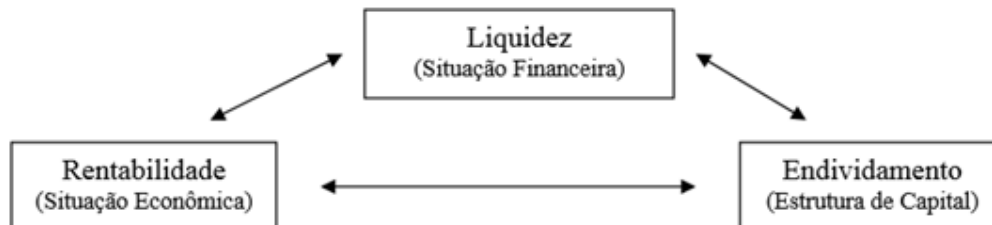


Fonte: Marion (2009)

Iniciando a análise no nível introdutório avaliam-se os indicadores básicos de liquidez corrente e seca, entre outros; à medida que se avança nos níveis acrescentam-se outros indicadores.

As mesmas situações avaliadas por Borinelli (2010) são consideradas por Marion (2009) como pilares para a análise financeira, exceto a situação operacional, formando um tripé apresentado na figura 2.

Figura 2 - Pilares da análise financeira



Fonte: Marion (2009)

A identificação dos principais índices relacionados aos pilares estabelecidos por Marion (2009) será feita nos próximos tópicos.

2.1.1.1 Endividamento

Endividamento é parte da estrutura de capital adotada pela empresa e a forma como ela financia as suas operações, seja por capital próprio ou por capital de terceiros, e representa as dívidas da empresa com terceiros (Borinelli, 2010). Quanto maior for a representatividade de capital de terceiros na empresa maior será seu nível de endividamento.

Marion (2009) caracteriza o endividamento em dois critérios: quantidade e qualidade. A qualidade da dívida é identificada segregando-se o endividamento em dois objetivos com foco distintos: aplicação em seus ativos de produção e para pagar outras dívidas. O primeiro financiará ativos que irão gerar outros ativos e fluxos de caixa convergirão para a empresa, auxiliando a liquidação da própria dívida captada. Já o segundo, como não gera fluxos de caixa futuros, fará com que a empresa recorra seguidamente a empréstimos.

Pereira (2008) segrega as dívidas de curto e longo prazo através de seus vencimentos. Dívidas que possuem seu vencimento após o término do exercício seguinte são caracterizadas como dívidas de longo prazo. Logo, toda dívida que tiver seu vencimento anterior ao término do exercício seguinte será classificada como de curto prazo.

No que tange a qualidade da dívida Marion (2009) determina que a participação de dívidas de longo prazo possibilita a empresa maior período para geração de recursos. Ainda afirma que expansões e modernizações devem ser financiadas com capital de longo prazo, independente se for capital próprio ou capital de terceiros,

pois o resultado da aplicação do recurso será, normalmente, colhido no longo prazo (Marion, 2009).

A concentração das dívidas no passivo circulante, ou seja, de curto prazo deixa a empresa vulnerável a variações no mercado. Em momentos de crise da economia, considerando o fato de que a empresa precisa de recursos para liquidar suas dívidas de curto prazo, a realização dos ativos da empresa em condições normais de mercado não são mais aplicáveis, tendo que se desfazer de ativos em posição desfavorável, com 'liquidação forçada', o que reduz os preços de venda (Marion, 2009, p. 106).

Borinelli (2010) destaca que a participação de capital de terceiros indica “o risco ou dependência de terceiros, por parte da organização” (2010, p. 412), correlacionando os índices de endividamento com o este risco, conforme quadro 1.

Quadro nº 1 – Índices de endividamento

Índices	Fórmula	Indica	Interpretação
Participação de capital de terceiros	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa obteve de capital de terceiros em relação ao capital próprio	Geralmente, quanto menor, melhor
Composição do endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de terceiros}}$	Quanto a empresa possui de dívidas de curto prazo em relação ao total de dívidas	Geralmente, quanto menor, melhor
Endividamento geral	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Total do ativo}}$	A dependência do capital de terceiros no financiamento da sociedade	Geralmente, quanto menor, melhor
Imobilização do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa aplicou no ativo permanente para cada \$100 de patrimônio líquido	Geralmente, quanto menor, melhor
Imobilização dos recursos não correntes	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Qual o percentual de recursos não correntes destinados ao ativo permanente	Geralmente, quanto menor, melhor

Fonte: Borinelli (2010)

Borinelli (2010) interpreta os índices de endividamento relacionando-os com o estado de solvência da empresa, avaliando o risco de a empresa não honrar com suas dívidas: quanto maior a participação de capital de terceiros, maior será o risco

da empresa não honrar com suas dívidas, resultando em um estado de solvência piorado.

Marion (2009) acrescenta que, quanto maior for a parcela de capital de terceiros identificada como de longo prazo e, conseqüentemente maior será o prazo para pagamento daquela dívida, maior será o período para que a empresa possa gerar fluxos de caixa positivo para liquidar aquela dívida.

O índice endividamento geral complementa a avaliação da participação de capital de terceiros, evidenciando quanto dos ativos da empresa são financiados por aquela fonte de capital. Quanto menor for a participação de capital de terceiros no financiamento dos ativos da empresa, melhor será o estado de solvência dela, isso porque menor percentual daquele ativo estará vinculado a terceiros, diminuindo a obrigação da empresa.

A imobilização do patrimônio líquido determina quanto do capital próprio foi utilizado para aplicação em ativo permanente. Quanto maior for essa aplicação, maior será o percentual do ativo total que possui menor liquidez (capacidade de tornar um ativo em valores monetários com maior rapidez, sem perda significativa no valor) reduzindo a capacidade da empresa em gerar resultados e fluxos de caixa positivos em curto prazo para honrar com suas dívidas.

A imobilização dos recursos não correntes determina faz a mesma avaliação da imobilização do patrimônio líquido; entretanto, inclui na sua análise os passivos de longo prazo. Quanto mais obrigações de longo prazo (passivo não circulante) forem utilizadas para financiamento do ativo permanente, maior será o prazo para geração de resultados e pagamento das dívidas.

2.1.1.2 Liquidez

De forma geral os índices de liquidez representam a capacidade de pagamento das obrigações das empresas. Desde a liquidez geral, passando por corrente, seca e imediata o que está sendo trabalhado é o período em que as obrigações são exigidas. Discute-se a inserção de certas contas em alguns índices, pois a capacidade de transformar tais ativos em caixa varia com cada classe de conta (Borinelli 2010, p. 404-405).

Tanto Borinelli (2010) como Marion (2009) identificam como fator relevante para a interpretação dos índices de liquidez a análise do alinhamento dos momentos de

liquidação de ativos e passivos. Ambos os autores explicam que as liquidações podem ocorrer em momentos distintos e os passivos possuem vencimento anterior aos ativos. Marion (2009) estabelece uma fase de conceituação dos índices onde são analisados os fatores que compõem o índice, evitando índices equivocados.

O quadro 2 apresenta os principais índices de liquidez.

Quadro 2 – Principais índices de liquidez

Liquidez	Fórmula	Índice	Interpretação
Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Proporção entre os bens e direitos de curto e longo prazos e as obrigações totais com terceiros	Quanto maior, melhor.
Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Proporção entre os bens e direitos apenas de curto prazo e as obrigações de curto prazo com terceiros	Quanto maior, melhor.
Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$	Semelhante à liquidez corrente, porém, no ativo circulante, são excluídos os estoques e os direitos que não se converterão em caixa.	Quanto maior, melhor.
Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$	Proporção entre as disponibilidades e as obrigações de curto prazo com terceiros	Quanto maior, melhor.

Fonte: Borinelli (2010)

A liquidez geral avalia a capacidade de pagamento geral das obrigações (passivo) frente aos direitos (ativos) da empresa em uma determinada data base. Quanto maior for índice, maior será a capacidade de pagamento da empresa e melhor será seu estado de solvência.

A liquidez corrente e a liquidez seca representam a mesma análise da liquidez geral, porém, utilizam dados de curto prazo. A liquidez corrente faz a análise baseada nos ativos circulantes e a liquidez seca exclui do ativo circulante valores que não possuem características de recebíveis, como estoques e valores antecipadas; quanto maior forem a liquidez corrente e a seca da empresa, maior será sua capacidade de pagamento no curto prazo e melhor será seu estado de solvência.

Matarazzo (2010) correlaciona os índices liquidez corrente e liquidez seca. Quando ambos forem baixos, a empresa apresenta uma situação financeira insatisfatória, ou seja, seus passivos de curto prazo são superiores aos seus ativos de curto prazo e

grande parte daqueles ativos é representada por estoques, que ainda necessitam passar por processo de vendas para serem convertidos em moeda, piorando o estado de solvência da empresa.

Uma liquidez corrente baixa combinada com uma liquidez seca alta também é considerada uma situação financeira insatisfatória. Em princípio, a empresa não possui caixa para liquidar suas operações, mas possui estoques que, se forem vendidos, trarão um efeito positivo e a situação torna-se razoável.

Apresentando uma liquidez corrente alta o estado de solvência da empresa tende a ser melhor que nas outras situações. Combinada com uma baixa liquidez seca representa alto nível relativo de estoques e outros e que existam muitos itens aguardando para serem vendidos. Já na combinação com uma alta liquidez seca a empresa apresenta boa situação financeira e um estado de solvência melhor que nos outros 3 casos. Ambos os casos, liquidez seca alta ou baixa, representam que o estado de solvência da empresa é melhor do que nos outros, o que os diferencia é o nível de estoques e outros da empresa.

Quadro nº 3 – Correlação Liquidez Corrente e Liquidez Seca

Liquidez		Liquidez corrente	
	Nível	Alta	Baixa
Liquidez seca	Alta	Situação financeira boa	Situação financeira em princípio insatisfatória, mas atenuada pela boa liquidez seca. Em certos casos pode até ser considerada razoável.
	Baixa	Situação financeira em princípio satisfatória. A baixa Liquidez Seca não indica necessariamente comprometimento da situação financeira. Em certos casos pode ser sintoma de excessivos estoques “encalhados”	Situação financeira insatisfatória.

Fonte: Matarazzo (2010)

2.1.1.3 Rentabilidade

Os índices de rentabilidade demonstram o retorno dos investimentos realizados (Borinelli, 2010, p. 417); calcula-se quanto foi gerado (resultado) para cada unidade monetária investida na empresa. Os resultados da empresa podem ser comparados

com diversos componentes das demonstrações financeiras da empresa ressaltando que todas as comparações realizadas têm suas vantagens e desvantagens (Borinelli, 2010).

A simples identificação dos resultados da empresa é caracterizada como uma “utilidade informativa bastante reduzida” (Marion, 2009, p. 129). Deve-se comparar o resultado obtido com outros valores e calcular taxas de retorno, podendo assim avaliar e comparar diferentes empresas (Marion, 2009).

Marion (2009) conceitua a análise da rentabilidade como a fase em que se avalia a rentabilidade da empresa, exemplificando como o potencial que possui em vender, a capacidade de, através desse potencial, gerar resultados para a empresa, como que a empresa administra suas despesas, entre outras avaliações com foco nos resultados obtidos.

Borinelli (2010) destaca que, assim como nas outras análises, os índices devem ser comparados com outras empresas para que se possa afirmar que uma empresa foi mais rentável que a outra; ao invés de comparar valores absolutos, compara-se taxas de retorno sobre o total do ativo, o patrimônio líquido, receita líquida, entre outros.

Em sua grande maioria, quanto maior forem os índices de rentabilidade, melhor será o estado de solvência das empresas, isso porque a empresa foi capaz de gerar maior resultado dentro daquelas possibilidades levantadas por Marion (2009).

Quadro nº 4 – Índices de rentabilidade

Índice	Fórmula	Índice	Interpretação
Giro do ativo	$\frac{Receita\ Líquida}{Ativo\ Total\ Médio}$	Quanto a empresa vendeu em relação ao seu investimento total	Quanto maior, melhor.
Margem líquida	$\frac{Lucro\ Líquido}{Receita\ Líquida}$	O percentual de lucro que a sociedade obteve em relação às suas vendas	Quanto maior, melhor.
Rentabilidade do Ativo (ROA)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total\ Médio}$	Quanto a empresa lucrou em relação ao seu investimento total	Quanto maior, melhor.
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido\ Médio}$	Representa o rendimento do capital próprio	Quanto maior, melhor.

Fonte: Borinelli – 2010

O giro do ativo demonstra quanto que a empresa foi capaz de vender dentro do investimento que realizou. Em um mesmo nível de ativo total médio, quanto maior for a receita, maior será a eficiência daquela empresa. A quantidade de vezes que o ativo completou um ciclo de produção e vendas dentro de um exercício será a representação do índice. Quanto maior for esse giro maior será o volume de vendas alcançado da empresa, gerando resultados positivos e aumentando sua capacidade de pagamento; logo, tendo efeito positivo no estado de solvência (Borinelli, 2010)

A margem líquida representa quanto que a empresa lucro, em termos percentuais, da sua receita com vendas, o valor líquido pelo qual o total das receitas foi incorporado na empresa ou distribuído aos seus acionistas (Borinelli, 2010).

Na rentabilidade do ativo procura-se encontrar o lucro líquido gerado por cada investimento feito na empresa, seja ele financiado por capital próprio ou por capital de terceiros. Já a rentabilidade do patrimônio líquido apura o lucro líquido gerado pelo seu capital próprio. Em ambos os casos quanto maior forem os índices, maior terá sido o retorno sobre os investimentos da empresa, melhorando o estado de solvência da empresa (Borinelli, 2010)

2.2 Estado de solvência

Academicamente, solvência é o estado da empresa que possui capacidade financeira para honrar com suas dívidas ou é capaz de gerar caixa futuro para liquidar suas obrigações (Assaf Neto, 2009). Dessa forma, insolvência significa a incapacidade da empresa de cumprir com suas obrigações.

Estado de solvência (e insolvência) define a situação econômico-financeira da empresa e sua capacidade de liquidar suas operações, quantificando o risco de uma operação com aquela empresa. Gitman (2004) esclarece que, apesar de os modelos de prescrição de solvência serem antigos, eles não perderam validade e são bastante atuais. Destaca que cada empresa possui um modelo próprio adaptado desse arcabouço teórico e que o mantém indisponível para terceiros, pois é a base para avaliar o risco e o retorno esperado de cada uma das operações mantidas com terceiros.

Avaliar uma empresa e o risco associado às suas atividades pode ser uma tarefa árdua e complexa. Uma análise completa deve abranger avaliação do histórico da entidade, dos seus acionistas e administradores, mensuração do risco operacional, cambial, de mercado e de crédito (Pereira, 2008).

Pereira (2008) define crédito como a promessa de um pagamento mediante recebimento de valor presente. Isso quer dizer que a disponibilização do recurso se dá em momento anterior à contraprestação para o uso daquele recurso. O momento da devolução do valor também carrega consigo a incerteza de que o valor será pago integralmente e no prazo acordado. Consequentemente, materializa-se um risco de não recebimento dos valores investidos; este risco pode ser quantificado através de modelos de prescrição de solvência.

A análise do estado de solvência das empresas tem sua origem na análise dos índices financeiros das instituições financeiras à época da quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929. Naquela época as análises eram realizadas utilizando-se apenas um índice que, no julgamento do autor da análise, melhor representasse a situação financeira da instituição (Altman, 1968).

Altman (1968) enumera diversos estudos que utilizavam esta abordagem unidimensional para analisar as instituições financeiras. Os diversos autores

utilizavam cada qual um índice diferente o que trouxe também uma variedade muito grande de índices relevantes para o tema. Não era possível porque muitas das empresas que não decretaram falência também apresentavam índices de um estado de insolvência e a frequência de acerto das análises, demonstrando quantas empresas eram insolventes e quantas realmente tinham declarado falência, não apresentava uma segurança adequada.

FitzPatrick (1932) realizou análise sobre 38 empresas, sendo 19 empresas falidas entre 1920 e 1929 e 19 empresas sobreviventes. Seu objetivo era identificar se os índices financeiros apresentavam cenários favoráveis ou desfavoráveis para determinação da falência ou não das empresas. Dentre os índices examinados o autor destaca que os mais significativos para os objetivos da análise foram patrimônio líquido sobre passivo e lucro líquido sobre patrimônio líquido.

Tamari (1966) é apontado como o primeiro estudioso a utilizar uma análise que correlaciona múltiplos índices. Seu estudo atribuiu pesos diferentes para seis índices, totalizando peso total de 100, com maior peso para a tendência do lucro e patrimônio líquido sobre o passivo total.

Em 1968 foi publicado o primeiro estudo com a análise de discriminantes, realizado por Edward Altman. Altman (1968) buscou os índices mais importantes e relevantes para o estudo do estado de solvência das empresas e, mediante teste com sessenta e seis empresas americanas, sendo 50% falidas e as outras sobreviventes, identificou os índices que foram determinantes para definir a falência das empresas. Os índices que tiveram maior participação na determinação das empresas manterem-se solventes foram índices relacionados com o ativo total da empresa.

Para Altman (1968) a relação do ativo das empresas com os resultados alcançados e a forma como está estruturada as dívidas da empresa é que determina o estado de solvência dela, a saber: capital circulante líquido em relação ao ativo total, vendas, lucros antes dos juros e impostos e lucros retidos em relação ao ativo total e o valor de mercado do patrimônio líquido e seu impacto no ativo total da empresa.

Topa (1979) aplicou a um modelo matemático fatores subjetivos de análise das informações, como experiência e intuição. Para Topa (1979) a responsabilidade pela análise deveria ser delegada para os cargos mais experientes da área de crédito. Os fatores para concessão de crédito foram segregados em 2 categorias: fatores

determinantes (caráter, conceito de praça, histórico, seguros) e fatores complementares (diversos). A conceituação negativa de um fator determinante inviabilizava a concessão de crédito; passando pelos fatores determinantes, o crédito seria avaliado dentre os fatores complementares

No Brasil a questão da solvência das empresas é discutida por diversos autores.

Em 1976, Roberto Elizabetsky divulgou seu modelo matemático para o curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica da USP. O modelo serviria de base para decisão de crédito em um banco comercial. Para tanto, Elizabetsky combinou 38 índices em diferentes modelos: dependendo do número de índices utilizados e da combinação dos índices, Elizabetsky (1976) encontrava um resultado diferente. Chegou à conclusão de que, em determinado momento, o acréscimo de um índice não apresenta um ganho efetivo na análise do estado de solvência da empresa. Apresentou seus resultados de sucesso de 3 modelos diferentes, contendo 5, 10 e 15 variáveis, respectivamente; o modelo com 15 variáveis foi o que identificou o estado de solvência em maior número de casos.

Elizabetsky (1976), em seu modelo com 15 variáveis, dimensiona as informações financeiras em relação às receitas obtidas (vendas), aos ativos das empresas (ativo total, ativo imobilizado total, ativo operacional) e às dívidas de curto prazo, aplicando coeficientes positivos ou negativos. Destaque para os índices lucro líquido sobre vendas, disponível sobre imobilizado total e contas a receber, estoques e exigível em curto prazo em relação ao ativo total, constantes nos 3 modelos de Elizabetsky (1976).

Kanitz (1978) utilizou a análise discriminante e criou o termômetro da insolvência. Este modelo apresenta diferentes faixas em que as empresas são classificadas após aplicação da fórmula estabelecida e, dependendo da faixa, é classificada como solvente, insolvente e impossibilitada de classificação – por se localizar na região penumbra, os testes não possibilitam a determinação adequada de que a empresa está ou não apresentando problemas de solvência.

Os índices utilizados por Kanitz (1978) são relacionados à índices de liquidez das empresas, como a liquidez geral, liquidez seca e liquidez corrente acrescidos de índices de rentabilidade e endividamento, a saber: rentabilidade do patrimônio líquido e participação de capital de terceiros, respectivamente. Para Kanitz (1978) a

determinação do estado da empresa deve ser feita mediante avaliação da capacidade de pagamento de suas obrigações, bem como a estrutura de capitais e a rentabilidade vinculada ao patrimônio líquido verificando quanto dos resultados gerados pela empresa são oriundos de capital de terceiros e não estarão disponíveis para a empresa reinvestir em suas operações, mantendo-a solvente.

Após a criação de metodologia baseada nas empresas norte americanas Altman et. al. (1979) realizou estudo e publicou modelo aplicado às empresas brasileiras. Utilizando-se a mesma análise discriminante do primeiro modelo (Altman, 1968). As variáveis utilizadas para este modelo foram adequadas às normas e às informações contábeis brasileiras que, naquela época, apresentavam conceitos e definições distintos do praticado no resto do mundo. Em seu modelo Altman et. al. (1979) utiliza os mesmos índices de seu modelo anterior (Altman, 1968), exceto pelo índice patrimônio líquido sobre exigível total. A realidade brasileira do mercado de ações não possibilitava que todas as empresas tivessem valor de mercado de suas ações, desta forma, ajustou-se o modelo para capturar as informações referentes à estrutura de capital das empresas.

2.2.1 Análise discriminante

A análise discriminante é o estudo da relação entre índices através de função que os correlaciona por meio de uma ponderação (Altman, 1968). A análise discriminante aplicada a este trabalho identificará se a empresa apresenta estado de solvência, insolvência ou encontra-se em uma área de indefinição. Para tal, Altman (1968) estabelece as seguintes questões:

- i) Escolher o número de grupos que serão retornados os índices, solvente ou insolvente (posteriormente, em alguns métodos, verificou-se um estado incógnito, determinado área cinzenta, onde não é possível determinar com precisão o estado de solvência);
- ii) Coletar os dados das empresas da população; e
- iii) Buscar uma função matemática, baseada em diferentes índices, que apresente a melhor descrição dos grupos estabelecidos.

A função retorna um valor que é comparado com um número fixo, chamado de ponto crítico, estabelecido anteriormente pelo modelo utilizado. Se o valor estiver acima do ponto crítico, a empresa é solvente, pelo contrário, se o valor estiver abaixo do ponto crítico, a empresa é insolvente para aquela análise (Altman, 1968).

É possível avaliar a eficácia de cada modelo através do próprio modelo, que indica qual a margem de erros e acertos. Além disso, pode-se determinar se a inclusão de outro índice irá comprometer o modelo ou torná-lo mais eficaz para a análise realizada em discriminar os grupos.

Os modelos de análise discriminante para previsão de solvência são utilizados como instrumentos para avaliar a situação de solvência das empresas pelos estudiosos de finanças e contabilidade, como é o caso deste estudo.

Altman (1968) demonstrou que diversos estudos apontavam índices diferentes para as empresas que haviam decretado falência das que ainda estavam solventes, porém ressaltou que, como cada estudo apresentou um índice diferente para análise da solvência, não era adequado afirmar qual tinha maior impacto na situação financeira da empresa.

2.2.1.1 Modelo de Altman (1968)

O modelo elaborado por Altman (1968) consiste em:

$$Z = 0,012x_1 + 0,014x_2 + 0,033x_3 + 0,006x_4 + 0,999x_5$$

Em que:

x_1 = Capital Circulante Líquido / Ativo Total;

x_2 = Lucros Retidos / Ativo Total;

x_3 = Lucro Antes dos Juros e Impostos / Ativo Total;

x_4 = Valor de Mercado do Patrimônio Líquido / Exigível Total; e

x_5 = Receitas de Vendas / Ativo Total

Após a aplicação deste modelo as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 5.

Quadro nº 5 – Limites de solvência - Altman (1968)

Intervalo	Estado
$Z > 2,6$	Solvente
$2,6 \geq Z \geq 1,1$	Indefinição
$Z < 1,1$	Insolvente

2.2.1.2 Modelo de Kanitz (1978)

O modelo elaborado por Kanitz (1978) consiste em:

$$FI = 0,05x_1 + 1,65x_2 + 3,55x_3 - 1,06x_4 - 0,33x_5$$

Em que:

FI = Fator de insolvência

x_1 = Rentabilidade do Patrimônio Líquido;

x_2 = Liquidez Geral;

x_3 = Liquidez Seca;

x_4 = Liquidez Corrente; e

x_5 = Participação de Capital de Terceiros

Após a aplicação deste modelo as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 6.

Quadro nº 6 – Limites de solvência – Kanitz (1978)

Intervalo	Estado
$FI > 0$	Solvente
$0 \geq FI \geq -3$	Indefinição
$FI < -3$	Insolvente

2.2.1.3 Modelo de Altman et. al. (1979)

O modelo elaborado por Altman et. al. (1979) consistem em:

$$Z1 = 1,44 + 4,03x2 + 2,25x3 + 0,14x4 + 0,42x5$$

Em que:

$x2 = (\text{Reservas} + \text{Lucros Acumulados}) / \text{Ativo Total};$

$x3 = \text{Lucros Antes dos Juros e Impostos} / \text{Ativo Total};$

$x4 = \text{Patrimônio Líquido} / \text{Exigível Total};$ e

$x5 = \text{Receitas de Vendas} / \text{Ativo Total}$

Após a aplicação destes modelos as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 7.

Quadro nº 7 – Limites de solvência – Altman et. al. (1979)

Intervalo	Estado
$Z > 0,20$	Solvente
$0,20 \geq Z \geq -0,34$	Indefinição
$Z < -0,34$	Insolvente

Altman et. al. (1979) publicou 2 modelos, os modelos z1 e z2. Ambos os modelos fazem análise para o mesmo período, sendo que em z2 utiliza-se o índice capital circulante líquido sobre o ativo total, enquanto que em z1 este índice é substituído por x2 descrito acima, além da substituição da constante. Os critérios para classificação são os mesmos para z1 e z2. Altman et. al. (1979) obteve melhores resultados com a aplicação de z1, desta forma, aplicaremos apenas este modelo.

2.2.1.4 Modelo de Pereira (1982)

O modelo elaborado por Pereira (1982) consiste em:

$$Z2c = 2,368 - 1,994e5 + 0,138e9 - 0,187e25 - 0,026l27 - 0,184r11 + 8,059r23$$

Em que:

$e5 = (\text{Reservas} + \text{Lucros Acumulados}) / \text{Ativo Total};$

$e9 = (\text{Variação do Imobilizado}) / (\text{Lucro Líquido} + (0,1 * \text{Imobilizado Médio}) - \text{Saldo Médio da Correção Monetária} + \text{Variação do Exigível a Longo Prazo});$

$e25 = \text{Disponível} / \text{Ativo Permanente};$

$l27 = \text{Prazo Médio de Recebimento de Vendas};$

$r11 = (\text{Ativo Total Médio} - \text{Salários, Tributos e Correções Médios}) / \text{Patrimônio Líquido Médio};$

$r23 = \text{Lucro Operacional} / \text{Lucro Bruto};$

Quando o denominador de $e9 < 0$ deve-se utilizar o módulo e acrescentar ao numerador o seu módulo. Nos casos em que o patrimônio líquido médio for negativo, deve aplicar este mesmo conceito ao índice $r11$, acrescentando módulo ao denominador e ao numerador.

Pereira (1982) publicou 2 modelos aplicáveis a empresas comerciais. O modelo $z1c$ classifica as empresas entre boa e insolvente para o exercício seguinte aos dados analisados. Já o modelo $z2c$ faz a mesma classificação, porém estabelece o estado entre boa e insolvente para os 2 exercícios seguintes ao analisado.

Neste modelo classifica-se uma empresa como insolvente todas aquelas que obtiverem resultado menor que 0 (zero). As empresas que obtiverem resultado maior que 0 (zero) são classificadas como boa. O modelo não prevê classificação para aquela empresa que obtiver o resultado igual a 0 (zero); para fins deste trabalho, assumiremos que as empresas neste quesito compreendem uma indefinição do estado de solvência.

2.3 Indústria esportiva – Futebol

2.3.1 História do futebol

Desde a antiguidade se têm registro de jogos de bola praticados pelo mundo inteiro. Na Grécia é possível visitar um monumento do século 5 a.C. que retrata uma pessoa com uma bola. Dos diversos jogos praticados com bola pelos gregos, os romanos incorporaram a prática do spiskiros por volta de 1500 a.C.. Em 206 a.C. a China

publica as regras de um jogo similar com o futebol praticado atualmente. Na Europa existem registros ainda de alguns jogos com bola que remontam a Idade Média na Itália, na Inglaterra e na Espanha (Sautchuk, 2001).

Em 1863 foi criada a Football Association (FA), data oficial da criação do futebol como é jogado hoje. Os países da Grã-Bretanha, em 1882, criaram o Comitê Internacional de Associações de Futebol, que é quem estabelece as regras do esporte até hoje (International Board) (Sautchuk, 2001).

Contudo, o esporte só chegou ao Brasil (oficialmente) em 1894 com a volta de Charles Miller após 10 anos em solo bretão para estudar em um colégio da elite de Southampton, onde teve contato com o esporte. Ao desembarcar no País munido de algumas bolas fundou dois times, The São Paulo Railway e The Team Gaz (Sautchuk, 2001).

Em 1904 foi fundada o que é hoje a maior instituição do futebol mundial, a FIFA – Fédération Internationale de Football Association. Com 209 federações afiliadas, cada qual compreendendo um País, possui mais associados que a Organização das Nações Unidas - ONU e o Comitê Olímpico Internacional – COI que possuem, respectivamente, 193 e 204 associados (FIFA Online, 2014).

2.3.2 Organização e estrutura do futebol

2.3.2.1 Estrutura internacional

A Fédération Internationale de Football Association (FIFA) está sediada em Zurique e subordinada à legislação suíça. Compreende sua estrutura organizacional seis Confederações, distribuídas no globo, com postas pelas Federações nacionais de cada continente, totalizando 208 federações (FIFA Online, 2014).

A FIFA possui o objetivo de melhorar continuamente o esporte. Juntamente com *International Football Association Board* (IFAB) discute e define as mudanças nas Regras do Jogo. Também organiza os campeonatos mundiais de seleções e clubes, de todas as faixas etárias, masculinos e femininos (FIFA Online, 2014).

Por sua vez as Confederações possuem a tarefa de auxiliar a FIFA nas atividades ligadas ao esporte dentro de seus continentes. A organização de torneios, entre

clubes de diferentes Federações ou entre seleções, e propagação dos objetivos da FIFA como agente de mudança social são parte de suas atividades (FIFA Online, 2014).

As Federações devem então organizar seus campeonatos locais, sejam nacionais ou regionais. Têm acesso a recursos logísticos e financeiros ofertados pela FIFA, sendo obrigatório o respeito aos estatutos da FIFA, objetivos e ideais, promovendo o esporte sob estes pilares (FIFA, Online 2014).

2.3.2.2 Estrutura nacional

A responsabilidade pela estruturação, organização e promoção do futebol no Brasil é da Confederação Brasileira de Futebol – CBF, sendo a entidade mor do esporte no País (Inciso 1, Art. 217 da Constituição Federal).

Nos moldes atuais desde 24 de setembro de 1979 possui a responsabilidade de organizar os campeonatos de alcance nacional, como o Campeonato Brasileiro (todas as séries) e a Copa do Brasil, além de administrar as Seleções nacionais (masculina e feminina) (CBF Online, 2014).

São subordinadas à CBF as 26 Federações estaduais e a do Distrito Federal, que possuem a responsabilidade pelos campeonatos locais. Os clubes de cada Unidade Federativa do Brasil devem estar inscritos nas respectivas Federações a fim de estarem aptos a participar dos eventos oficiais, sejam eles organizados pelas Federações ou pela Confederação (CBF Online, 2014).

As diversas modalidades do desporto nacional estão organizadas sob a tutela da Lei Pelé, e que define o Sistema Nacional do Desporto (“Sistema”). O Sistema tem por objetivo “promover e aprimorar as práticas desportivas” (Lei nº 9.615/1998, Art. 13). Compõem o Sistema:

- “I - o Comitê Olímpico Brasileiro-COB;
- II - o Comitê Paraolímpico Brasileiro;
- III - as entidades nacionais de administração do desporto;
- IV - as entidades regionais de administração do desporto;
- V - as ligas regionais e nacionais;
- VI - as entidades de prática desportiva filiadas ou não àquelas referidas nos incisos anteriores.
- VII - a Confederação Brasileira de Clubes.” (Lei nº 9615/1998, Art. 13, Parágrafo Único)

Aplicam-se aos clubes participantes da modalidade futebol alguns artigos com exclusividade. Destes, vale ressaltar a obrigação da apresentação das Demonstrações Financeiras e respectivos relatórios da auditoria, a opção de se regulamentarem em sociedades empresariais (incluído pelo Estatuto do Torcedor), e determinação de que seus administradores “respondem solidária e ilimitadamente pelos atos ilícitos praticados, de gestão temerária ou contrários ao previsto no contrato social ou estatuto, nos termos da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil” (Parágrafo 11 Art. 27, Lei nº 9.615/1998).

Verifica-se pelos dispostos da Lei supracitada preocupação com o controle e das atividades que envolvam os clubes principalmente no que tange aos investimentos recebidos e/ou realizados e como estes estão sendo gastos, com qual finalidade.

Os clubes brasileiros estão criados, apesar da possibilidade e intenção de serem sociedades empresariais, sob a forma de associações conforme previsto no artigo 53 do Código Civil Brasileiro. Associação é a união de pessoas com um mesmo objetivo que não seja o de auferir lucros e distribuí-los entre os associados. No momento de sua criação a associação deve designar em seu estatuto o seguinte:

- “I - a denominação, os fins e a sede da associação;
- II - os requisitos para a admissão, demissão e exclusão dos associados;
- III - os direitos e deveres dos associados;
- IV - as fontes de recursos para sua manutenção;
- V – o modo de constituição e de funcionamento dos órgãos deliberativos;
- (Redação dada pela Lei nº 11.127, de 2005)
- VI - as condições para a alteração das disposições estatutárias e para a dissolução.
- VII – a forma de gestão administrativa e de aprovação das respectivas contas.” (Art. 53, do Código Civil Brasileiro.)

No encerramento da associação o patrimônio líquido remanescente será transferido para entidade semelhante definida em seu estatuto social ou por deliberação dos associados à entidade estatal semelhante. Conforme disposto na Lei Pelé, para fins de fiscalização, as entidades desportivas independentemente de sua personalidade jurídica são equiparadas às sociedades empresariais (Art. 61, do Código Civil Brasileiro).

2.3.3 Estrutura econômico-financeira do futebol no Brasil

2.3.3.1 CBF e Federações Estaduais e do Distrito Federal

BDO – RCS (2014) demonstra que a CBF teve um incremento de 93% nas suas receitas, totalizando R\$ 436,5 milhões em 2013. Apesar da redução do lucro líquido, apresentada nos anos de 2010 a 2013, a entidade possui lucro líquido positivo em 2013, no montante de R\$ 55,6 milhões. As fontes de receita da entidade foram: patrocínio, direitos de transmissão, realização de partidas e outras receitas não especificadas. O gráfico 1 ilustra a evolução dos resultados alcançados pela CBF nos últimos 5 anos.

Gráfico 1 – Evolução – Receitas e lucro líquido – CBF



Fonte: BDO – RCS (2014)

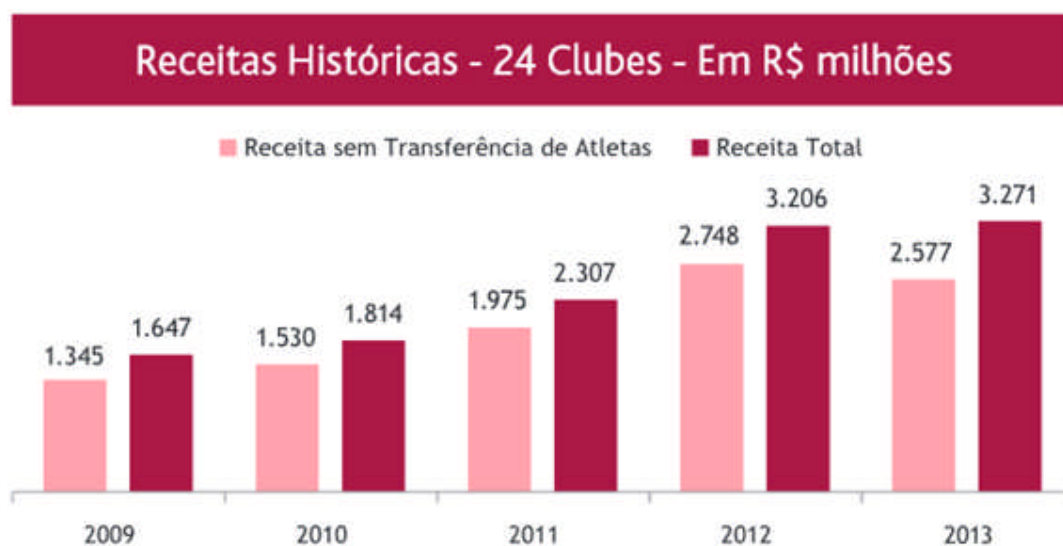
As Federações também apresentaram crescimento em 2013 quando comparadas com o exercício anterior, com total de receitas de R\$ 132 milhões, em 2013, contra R\$ 105,6 milhões de 2012 (BDO – RCS, 2014).

2.3.3.2 Clubes

Os clubes de futebol possuem, de forma geral, as seguintes fontes de receitas: bilheteria, venda de jogador, comercialização e venda de produtos vinculados à marca, patrocínio (televisivos e publicidade) e receitas com quadro social (pessoas físicas associadas aos clubes de futebol ou pessoas físicas associadas ao clube social) (BDO – RCS, 2014).

Os 24 clubes analisados pela BDO – RCS (2014) também apresentaram crescimento de suas receitas no período de 2009 a 2013. O gráfico 2 demonstra a evolução dos clubes nesse período, bem como o resultado do último ano, com um crescimento expressivo ao longo destes anos, 98,60%. Em uma breve comparação com o PIB do Brasil no mesmo período, este apresentou crescimento acumulado de 53,99% (Fonte: IBGE).

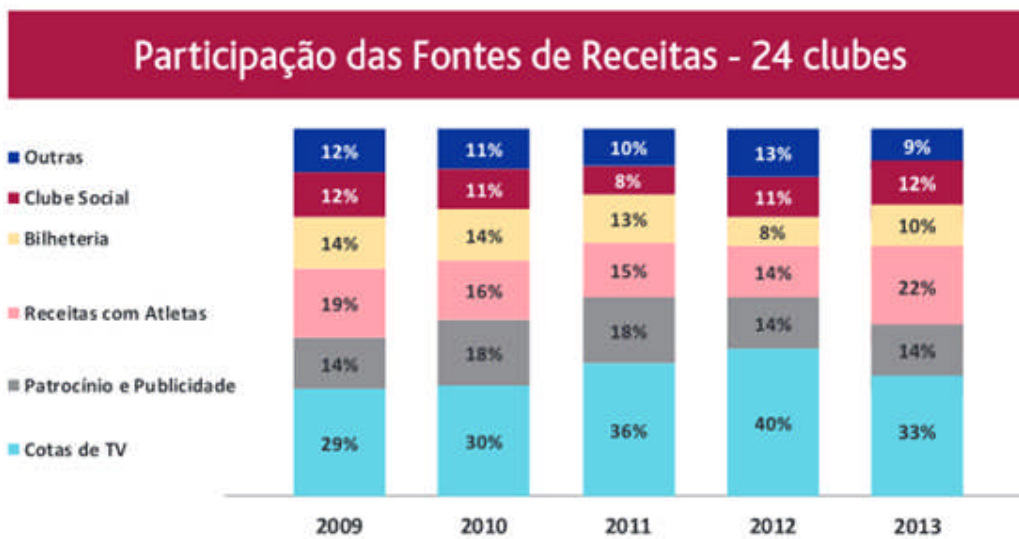
Gráfico 2 - Receitas históricas – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

O gráfico 3 segrega a receita total obtida pelos clubes nas diferentes fontes de receitas. Percebe-se uma dependência maior das receitas com cotas de televisionamento e receitas com atletas; a primeira fonte de receita é firmada em contrato anterior ao ano vigente e é possível de ser incluída dentro de uma análise orçamentária, já para a segunda fonte de receita não é possível fazer uma previsão fidedigna do que irá ocorrer no futuro, pois depende do interesse e da necessidade de outros clubes em contar com a presença do atleta.

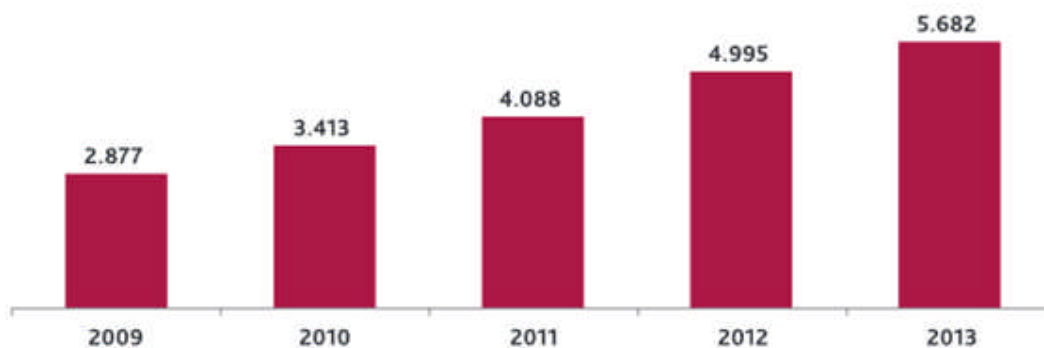
Gráfico 3 - Distribuição das receitas – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

Em contrapartida, o endividamento geral dos clubes aumentou. O gráfico 4 apresenta o valor líquido das dívidas, ou seja, exigível total (passivo – patrimônio líquido), descontado o disponível realizável (ativo circulante + ativo realizável a longo prazo). Verifica-se que, no mesmo período abrangido para as receitas, o endividamento cresceu 97,49%, quase o mesmo percentual de crescimento das receitas.

Gráfico 4 - Endividamento – 24 clubes

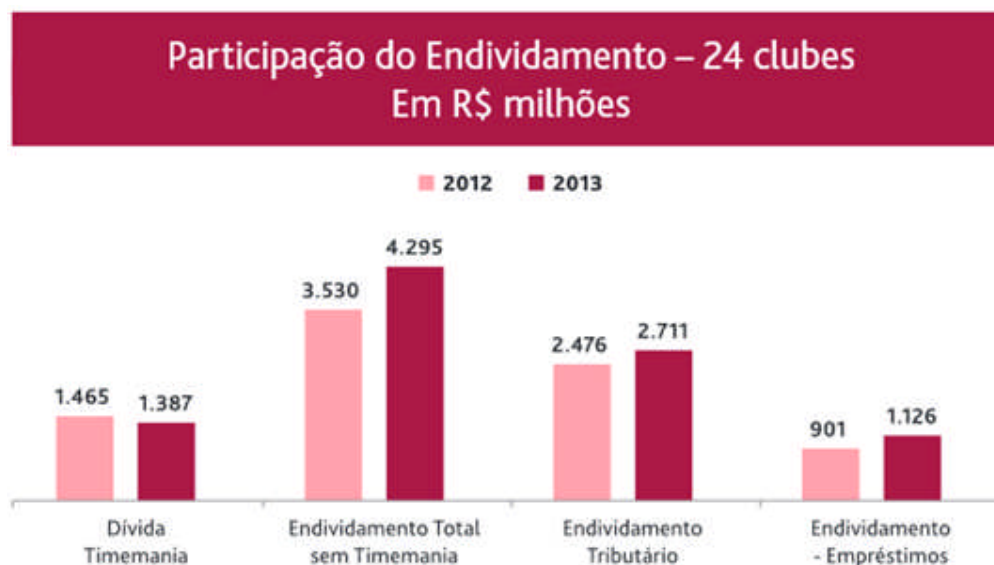


Fonte: BDO – RCS (2014)

As dívidas dos clubes são, basicamente, referentes ao disposto na Loteria Timemania, endividamento tributário e endividamento com empréstimos. Do montante total de 2013 R\$ 2,711 bilhões são dívidas tributárias com a União,

R\$ 1,387 bilhões são dívidas relacionadas à loteria esportiva Timemania e R\$ 1,126 bilhões são dívidas com empréstimos.

Gráfico 5 - Distribuição endividamento – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

Em 2007 foi publicada a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, que estabeleceu programa de parcelamento das dívidas tributárias com FGTS e INSS dos clubes brasileiros. As dívidas até 14 de setembro de 2006 foram parceladas em 240 parcelas e vinculadas à Timemania, loteria federal criada para arrecadar dinheiro e auxiliar o pagamento dos débitos dos clubes com a União. Dentre o total arrecadado com a loteria em cada sorteio 22% são destinados ao pagamento de tais dívidas.

Na assinatura do decreto-lei 6.187/2007, que regulamenta a Lei 11.345/2006, a dívida dos clubes com a União era de R\$ 1,1 bilhão e, até a data de conclusão deste trabalho, não sofreu redução líquida. Pelo contrário, em 31 de dezembro de 2013, último fechamento disponível, o valor atualizado aumentou para R\$ 1,387 bilhões.

O quadro 9 apresenta os principais índices de endividamento aplicados às informações financeiras dos 12 clubes.

Quadro nº 9 – Principais índices de endividamento - 2013

Clube	Endividamento				
	Participação de capital de terceiros	Composição do endividamento	Endividamento geral	Imobilização do patrimônio líquido	Imobilização dos recursos não correntes
Atlético Mineiro	2,25	0,33	0,69	2,81	1,12
Botafogo	-1,18	0,34	6,52	-0,12	-0,53
Corinthians	15,88	0,25	0,94	3,55	0,28
Cruzeiro	3,34	0,58	0,77	3,00	1,24
Flamengo	-1,86	0,27	2,16	-0,71	1,96
Fluminense	-6,43	0,34	1,18	4,54	1,40
Grêmio	-13,90	0,54	1,08	-11,35	2,10
Internacional	0,88	0,58	0,55	1,54	1,13
Palmeiras	-4,64	0,62	1,27	-2,10	2,71
Santos	-2,33	0,57	2,07	-1,05	89,17
São Paulo	1,26	0,60	0,56	2,01	1,33
Vasco	-2,00	0,41	2,00	-0,46	2,67

Verifica-se no quadro 9 elevada participação de capital de terceiros na estrutura de capital dos clubes. Exceto pelo clube Internacional, o restante dos clubes possui uma estrutura de capital baseada em capital de terceiros. Os clubes Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco possuem índice negativo porque seu patrimônio líquido é negativo, o que significa que as obrigações dos clubes sobrepõem os direitos a receber deles. Nestes casos, a estrutura de capital dos clubes está integralmente baseada em capitais de terceiros.

Complementarmente, o endividamento geral mostra quanto do ativo total dos clubes é financiado por capital de terceiros. Os mesmos clubes identificados acima, a saber, Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco, terão o índice endividamento geral superior à 1, isso porque os clubes possuem obrigações que superam os direitos a receber. O restante dos clubes se encontra em uma faixa entre 55% a 94% dos ativos financiados por capital de terceiros.

A composição do endividamento dos clubes demonstra o percentual da dívida total que se encontra classificada como curto prazo, exigindo liquidação no próximo exercício fiscal. Não há um padrão nos clubes escolhidos, verificado na distribuição das composições. Entretanto, aliado ao índice de endividamento geral, verifica-se que os clubes Grêmio, Palmeiras e Santos possuem maior parte dos compromissos

vencendo no exercício de 2014, apresentando um estado de solvência piorado quando comparado com os outros clubes.

Os índices imobilização do patrimônio líquido e dos recursos não correntes identifica o percentual do capital próprio e dos recursos não correntes que está imobilizada e não está em giro. Os clubes que apresentam maior imobilização terão menos recursos disponíveis para pagamento das suas obrigações, porém, para os clubes de futebol, é interessante manter um nível de imobilização para atrair maior público aos seus estádios. Os clubes Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco possuem a imobilização do patrimônio líquido negativa, pois, assim como nos índices já citados, o patrimônio líquido é negativo. Estes mesmos clubes possuem uma imobilização dos recursos não correntes superior à 1, pois o patrimônio líquido anula parte do endividamento de longo prazo destes clubes, tendo efeito positivo neste índice. O quadro 10 apresenta os índices de liquidez dos 12 clubes no ano de 2013.

Quadro nº 10 – Principais índices de liquidez - 2013

Clube	Liquidez			
	Geral	Corrente	Seca	Imediata
Atlético Mineiro	0,20	0,54	0,54	0,02
Botafogo	0,04	0,04	0,04	0,00
Corinthians	0,84	0,78	0,78	0,02
Cruzeiro	0,40	0,42	0,42	0,00
Flamengo	0,08	0,29	0,29	0,05
Fluminense	0,14	0,36	0,36	0,17
Grêmio	0,11	0,17	0,15	0,03
Internacional	0,38	0,52	0,51	0,03
Palmeiras	0,33	0,31	0,31	0,01
Santos	0,12	0,16	0,16	0,00
São Paulo	0,20	0,27	0,25	0,08
Vasco	0,27	0,37	0,36	0,00

De forma geral, os 12 clubes de futebol apresentam índices de liquidez baixos, isso porque a aplicação dos principais índices retornou valores inferiores à 1. Quando os índices de liquidez seja ele geral, corrente, seca ou imediata, são inferiores à 1 significa que os clubes não possuem capacidade de liquidar suas obrigações, estejam elas classificadas como de curto ou longo prazo. Aplicando-se a correlação

dos índices de liquidez corrente e seca, conforme Matarazzo (2010), fica clara a situação financeira insatisfatória dos clubes de futebol, pois todos os clubes encontram-se no quadrante resultante da combinação liquidez corrente e liquidez seca baixas.

Quadro nº 11 – Correlação índices de liquidez corrente e seca - 2013

Liquidez		Liquidez corrente	
	Nível	Alta	Baixa
Liquidez seca	Alta	Nenhum.	Nenhum.
	Baixa	Nenhum.	Atlético Mineiro, Botafogo, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco

O quadro 12 demonstra a aplicação dos principais índices de rentabilidade aos 12 clubes brasileiros.

Quadro nº 12 – Principais índices de rentabilidade - 2013

Clube	Rentabilidade			
	Giro do ativo	Margem líquida	Rentabilidade do ativo	Rentabilidade do patrimônio líquido
Atlético Mineiro	0,29	-0,10	-0,03	-0,09
Botafogo	1,11	-0,53	-0,59	0,14
Corinthians	0,23	0,00	0,00	0,01
Cruzeiro	0,40	-0,13	-0,05	-0,20
Flamengo	0,63	-0,08	-0,05	0,04
Fluminense	0,28	-0,03	-0,01	0,04
Grêmio	0,63	-0,30	-0,19	-15,38
Internacional	0,33	-0,00	-0,00	-0,00
Palmeiras	0,43	-0,13	-0,05	0,25
Santos	1,20	-0,21	-0,26	0,33
São Paulo	0,64	0,06	0,04	0,10
Vasco	0,47	-0,02	-0,01	0,01

A análise do índice giro do ativo determina quantas vezes o ativo girou em relação às vendas do período. Nos casos de Botafogo e Santos para cada R\$ 1,00 investido no ativo total médio foram vendidos 1,11 e 1,2 vezes o volume dos investimentos, respectivamente. Para os outros clubes esse índice é considerado baixo, pois eles

não foram capazes de transformar o ativo total médio investido em receitas de vendas em pelo menos uma vez o valor.

A margem líquida demonstra que nenhuma ou quase nenhuma da receita líquida de vendas é transformada em lucros pelos clubes. Exceto pelo Corinthians, que em 2013 teve um lucro líquido muito baixo quando comparada à sua própria receita (R\$ 1.016 mil *versus* R\$ 302.357 mil), e pelo São Paulo, que teve resultado proporcionalmente maior (R\$ 23.524 mil *versus* R\$ 362.832 mil), o restante dos clubes tiveram prejuízo no período.

Logo, a rentabilidade do ativo total médio e do patrimônio líquido médio foram negativos. O primeiro índice indica que o desempenho econômico não foi bom, pois a empresa não obteve nenhum lucro com o investimento no ativo realizado. Já o segundo índice demonstra que nenhum lucro foi atribuído aos acionistas e pior, que o prejuízo foi totalmente atribuível aos seus acionistas.

Àqueles clubes que possuem patrimônio líquido negativo e tiveram prejuízo no período tiveram seus índices favorecidos pela matemática, a saber: Botafogo, Flamengo, Fluminense, Palmeiras, Santos e Vasco. Para estes clubes, apesar de o índice retornar um valor positivo, não significa que eles obtiveram rendimento para o seu patrimônio líquido.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

A presente pesquisa propôs-se em identificar o estado de solvência dos clubes de futebol brasileiro em 31 de dezembro de 2013.

Essa pesquisa possui um caráter exploratório e descritivo. Primeiro porque explora as perspectivas de análise das informações financeiras e sua aplicação em um ambiente de dificuldades financeiras (insolvência) e segundo porque descreve a importância deste tipo de análise e as diferentes formas de se chegar à esta análise.

A abordagem da pesquisa é quantitativa para analisar e identificar os diferentes níveis de solvência de cada um dos casos escolhidos. Já a estratégia de pesquisa utilizada foi o estudo de caso, segundo Yin (2009) este tipo de estratégia comumente utilizada quando não se tem controle sobre o fenômeno estudado.

3.2 Amostra

A definição da amostra da pesquisa foi baseada na evolução das receitas dos clubes de futebol ligados à CBF e na disponibilidade das informações necessárias para realização das análises; apesar de ser obrigatória a publicação e divulgação das demonstrações financeiras para os clubes não há fiscalização e punição para os clubes que não realizam apresentação e divulgação adequada. O quadro 9 apresenta demonstrativo das receitas do biênio 2012-2013.

Quadro nº 13 – Receitas 2012 / 2013 – Em R\$ milhões

#	Clube	2012	2013
1	São Paulo	284,1	364,7
2	Corinthians	358,5	316,0
3	Internacional	264,2	276,7
4	Flamengo	212,0	272,9
5	Atlético Mineiro	163,0	227,9
6	Grêmio	233,5	192,3
7	Santos	197,8	190,3
8	Cruzeiro	120,4	187,9
9	Palmeiras	244,6	181,2
10	Vasco da Gama	146,2	159,7
11	Botafogo	122,8	154,4
12	Fluminense	151,2	124,8
13	Coritiba	86,8	96,7
14	Vitória	52,3	65,1
15	Goiás	53,1	55,5
16	Sport	79,8	51,4
17	Náutico	41,1	48,1
18	Ponte Preta	30,1	45,6
19	Criciúma	21,3	45,5
20	São Caetano	32,6	39,4

Fonte: BDO – RCS (2014)

Pelo exposto no quadro verifica-se que, no último biênio, as 12 maiores receitas foram faturadas pelos mesmos 12 clubes. Desta forma, utilizaremos os 12 maiores clubes em total de receita no exercício de 2013, o que representa 86,39% do total de receitas dos 20 maiores clubes apresentada, aproximadamente.

3.3 Caracterização dos instrumentos de pesquisa

O instrumento de pesquisa é composto pelos modelos de prescrição de solvência verificados nos materiais de análise econômico-financeira, a saber, os modelos de Altman (1968), Kanitz (1978), Altman et. al. (1979) e Pereira (1982).

Os modelos utilizados foram elaborados com base estatística, avaliando as empresas insolventes à época e buscando, dentre o referencial teórico, índices diversos e as relações entre cada um desses índices e as empresa solventes e insolventes do período.

3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

A coleta de dados foi pautada na pesquisa direta nos endereços eletrônicos dos clubes escolhidos na amostra. A coleta das informações ocorreu no período de junho e agosto de 2014 e buscou as demonstrações financeiras dos referidos clubes dos últimos cinco anos. A relação das informações encontradas na busca, os clubes verificados e as respectivas informações financeiras são conforme quadro 14.

Quadro nº 14 – Demonstrações financeiras

Estado	Clube	2009	2010	2011	2012	2013
MG	Atlético Mineiro	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Botafogo	ND	✓	✓	✓	✓
SP	Corinthians	✓	✓	✓	✓	✓
MG	Cruzeiro	✓	✓	✓	✓	✓
RJ	Flamengo	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Fluminense	✓	✓	✓	✓	✓
RS	Grêmio	✓	✓	✓	✓	✓
RS	Internacional	✓	✓	✓	✓	✓
SP	Palmeiras	ND	✓	✓	✓	✓
SP	Santos	✓	✓	✓	✓	✓
SP	São Paulo	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Vasco	✓	✓	✓	✓	✓

As informações financeiras necessárias para realização dos cálculos de cada um dos modelos são conforme apêndice C, D, E e F.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A verificação do estado de solvência dos clubes brasileiros foi alcançada mediante aplicação dos modelos estatísticos consagrados nas análises financeira e econômicas. A ponderação do risco de crédito mediante ferramenta institucionalizada acelera a avaliação das entidades e padroniza as informações necessárias para tal avaliação.

As informações necessárias para cálculo dos índices podem ser verificadas de diferentes formas: são passíveis de verificação nos balancetes das entidades, nos balanços patrimoniais ou nas demonstrações financeiras completas.

As informações para cálculo dos índices de financeiros componentes dos modelos de prescrição só foi possível devido à divulgação das Demonstrações Financeiras pelos clubes brasileiros, fruto da Lei 9.615/1998.

Os clubes foram identificados e selecionados a partir de sua relevância financeira no cenário nacional e do acesso à informação necessária para análise. Historicamente identificam-se no Brasil 12 clubes grandes, sendo: Atlético Mineiro - MG, Botafogo - RJ, Corinthians - SP, Cruzeiro - MG, Flamengo - RJ, Fluminense - RJ, Grêmio - RS, Internacional - RS, Palmeiras - SP, Santos - SP, São Paulo - SP e Vasco da Gama - RJ. Tais clubes também representam os maiores faturamentos do último triênio, representando mais de 85% do faturamento dos 20 maiores clubes.

O resultado gerado pela aplicação dos modelos identificou os clubes que apresentam estados de solvência, insolvência e aqueles que estão em uma área de indefinição. O índice verificado para cada clube nos modelos identificados está demonstrado no quadro 15.

Quadro nº 15 – Coeficientes modelos

	2013			
	Kanitz	Altman	Altman et. al.	Pereira
Atlético Mineiro	0,92	0,27	-1,32	2,09
Botafogo	0,56	1,30	-2,61	2,65
Corinthians	-1,90	0,24	-1,05	-14,50
Cruzeiro	0,58	0,39	-1,35	2,14
Flamengo	1,46	0,67	-1,34	2,76
Fluminense	3,24	0,28	1,50	3,52
Grêmio	5,24	0,59	0,38	0,91
Internacional	1,61	0,33	-1,14	2,43
Palmeiras	2,85	0,47	-1,41	2,40
Santos	1,37	1,15	-0,74	2,47
São Paulo	0,52	0,65	0,73	1,75
Vasco	2,01	0,43	-1,35	2,45

Os quadros 16, 17, 18 e 19 segregam os clubes nos diferentes estados de solvência, nos respectivos modelos.

Quadro nº 16 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Altman (1968)

Modelo Altman	
Solventes	Nenhum
Indefinidos	Botafogo, Santos
Insolventes	Atlético Mineiro, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, São Paulo e Vasco

Quadro nº 17 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Kanitz (1978)

Modelo Kanitz	
Solventes	Atlético Mineiro, Botafogo, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco
Indefinidos	Corinthians
Insolventes	Nenhum

Quadro nº 18 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Altman et. al. (1979)

Modelo Altman et. al.	
Solventes	Fluminense, Grêmio e São Paulo
Indefinidos	Nenhum
Insolventes	Atlético Mineiro, Botafogo, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Internacional, Palmeiras, Santos e Vasco

Quadro nº 19 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Pereira (1982)

Modelo Pereira	
Situação financeira boa	Atlético Mineiro, Botafogo, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco
Insolventes	Corinthians

Os modelos de Altman (1968) e Altman et. al. – z1 (1979) apresentam conclusões similares. O modelo de Altman (1968), feito baseado em estudo com empresas norte americanas, determinou que todos os clubes analisados apresentasse estado de insolvência, exceto Botafogo e Santos que apresentaram situação de indefinição, já o modelo de Altman et. al. – z1 (1979), configurado para empresas brasileiras, determinou que todos os clubes, exceto Botafogo e Santos, apresentam estado de insolvência.

A diferença nos modelos que impacta o estado dos clubes é o cálculo do índice x4. O modelo norte americano de Altman (1968) considera para cálculo deste índice o valor de mercado do patrimônio líquido apurando o valor total da quantidade de ações dos clubes pelo valor de mercado destas ações, cotados em bolsa de valores.

Já o modelo Altman et. al. (1979) utiliza os valores de patrimônio líquido para cálculo do índice, o que na prática, muda completamente o cálculo. O valor do patrimônio

líquido é composto, basicamente, por capital social (ações), reservas de lucros e prejuízos acumulados. Aquelas empresas que possuem reservas de lucros e não tenham prejuízos acumulados terão seu patrimônio líquido superior ao seu capital social, elevando o valor calculado para o cálculo do estado de solvência.

Somado à diferença entre valor de mercado do patrimônio líquido e o patrimônio líquido, os clubes encontram-se em situação que não possuem cotas de ações, tornando o índice no cálculo norte americano, igual a zero sem influência, positiva ou negativamente, no estado de solvência como um todo.

Para a aplicação do modelo Pereira (1982) pressupõe-se a disponibilização de diversas informações financeiras dos clubes analisados, dentre elas a despesa financeira do período. A ausência de padronização das demonstrações financeiras impossibilitou a identificação da despesa financeira para todos os clubes e, para manter a comparabilidade das análises, utilizou-se o valor referente ao resultado financeiro do período, informação disponível para todos os clubes. Além disso, não foram identificadas nas demonstrações financeiras do clube Grêmio informações referentes aos gastos com pessoal e, desta forma, não se aplicou o modelo para este clube.

Na aplicação do modelo de Pereira (1982) verifica-se que todos os clubes, exceto o clube do Corinthians, apresentam boa situação financeira para os próximos dois exercícios fiscais, 2014 e 2015; os fatores determinantes para diferenciar o clube Corinthians do restante dos clubes foram: prazo médio de recebimento de vendas, superior aos prazos do restante dos clubes; o índice que calcula a razão entre variação do imobilizado e o saldo do lucro líquido líquido da imobilização média, correção monetária e variação do exigível a longo prazo; e o valor do ativo total médio financiado pelo capital próprio médio.

A avaliação do modelo de Kanitz (1978) identifica que todos os clubes analisados, conforme apresentado pelo quadro nº 17, se encontram solventes na data base de 31 de dezembro de 2013. O modelo inclui em sua fórmula índice referente à rentabilidade do patrimônio líquido, que retorna o valor gerado pelo investimento feito com capital próprio, e que beneficiou matematicamente aqueles clubes que tiveram prejuízo no período e que possuem patrimônio líquido negativo. Matematicamente, a razão entre dois valores negativos retorna um valor positivo e, pelo fato do coeficiente deste índice no modelo ser positivo, eleva o fator de

insolvência daquele clube. Devido ao fato de que, quanto maior for o fator de insolvência, melhor será o estado de solvência no modelo de Kanitz (1978), estes clubes tiveram seu fator elevado, sendo beneficiados por isto.

4.1 Patrimônio líquido negativo

A aplicação do modelo de Kanitz (1978) é feita mediante utilização dos valores de patrimônio líquido para apurar a rentabilidade do patrimônio líquido. Esta rentabilidade é somada à fórmula para apuração do estado da respectiva empresa.

A rentabilidade do patrimônio líquida é calculada pelo razão do lucro líquido do período sobre o patrimônio líquido daquela empresa. Contabilmente, o patrimônio líquido pode assumir valores positivos ou negativos; quando o patrimônio líquido é positivo significa que o somatório dos valores justos dos ativos da empresa supera o valor das obrigações da respectiva empresa. Quando o valor das obrigações de uma empresa supera o valor justo dos ativos daquela mesma empresa, o patrimônio líquido assume valor negativo.

Para os casos em que o patrimônio líquido é negativo e a empresa teve prejuízo no mesmo período o razão destes valores resultará em coeficiente positivo e, incluído no modelo de Kanitz (1978), incrementará o estado de solvência da empresa. No referido modelo quanto maior for o fator de insolvência da empresa, melhor será seu estado de solvência, conforme apresentado no tópico 2.2.1.2.

Desta forma, uma empresa que tem mais obrigações a pagar do que direitos a receber e apresenta prejuízo, ou seja, suas despesas superam suas receitas, terá seu fator de insolvência melhorado, o que não reflete adequadamente a situação corrente da empresa. O modelo de Kanitz (1978) não captura uma estrutura de capital baseada integralmente em capital de terceiros e não a diferencia de uma estrutura de capital própria e capital de terceiros.

Os clubes de futebol analisados por este estudo que apresentam patrimônio líquido negativo na data das informações financeiras são: Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco. Para estes clubes não é possível definir o estado de solvência em que se encontram no modelo de Kanitz (1978).

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O trabalho apresentou referencial teórico sobre a análise das informações financeiras de empresas. Destacou a importância de se elaborar uma informação financeira adequada que reflita a posição da empresa e determinou a importância das análises das informações financeiras dispostas pelas empresas para entendimento e compreensão do presente e do futuro delas.

O trabalho descreveu o cenário regulatório aplicável aos clubes de futebol brasileiro, permeando assuntos históricos e incluindo discussões a respeito do futuro próximo dos clubes. Apresentou a evolução do estudo de prescrição de solvência, destacando as principais metodologias ensinadas nos meios acadêmicos, além de destacar o papel da análise econômico financeira das empresas.

Com base em todo o referencial teórico exposto o trabalho foi capaz de identificar e apresentar os resultados da aplicação dos diversos modelos e os discutir frente o arcabouço teórico, descrevendo o estado de solvência de cada um dos clubes selecionados para análise frente aos modelos estabelecidos.

Os modelos apresentados contribuem para uma análise inicial da situação econômico financeira dos clubes e servem de alerta para que os clubes e autoridades responsáveis se mobilizem para que a situação não saia do controle.

O trabalho ainda verificou que as demonstrações financeiras requeridas pela Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, com alterações dadas pela Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011, não são das mais adequadas: não existe um padrão de balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício, bem como de outros quadros como demonstração das mutações do patrimônio líquido e demonstração do fluxo de caixa para que possa ser feita uma análise comparativa aprimorada.

Não está definido também no cenário brasileiro órgão fiscalizador dos clubes, que poderia exercer também a função de padronizar as demonstrações financeiras, bem como exigências de elaboração e auditoria das referidas demonstrações, nem situações em que há a necessidade de intervenções do Estado nos clubes para que cenários como o apresentado pelos clubes seja solucionados ou determinados os culpados.

Durante a elaboração deste trabalho foi definido pela FIFA que o envolvimento de investidores nos atletas de futebol que não sejam entidades ligadas ao esporte será eliminado dentro de um prazo de cinco anos. Na prática, os fundos de investimento que viabilizam as vendas e transferências de jogadores de um clube para outro e que são detentores de parte das multas de cláusulas de rescisão de contratos serão proibidas e apenas os clubes terão este direito. Não foram avaliados neste trabalho os impactos destas definições nas receitas dos clubes, bem como nos resultados obtidos em campo devido ao investimento feito por terceiros.

Finalmente, o trabalho verificou que um dos modelos descritos possui limitação em seu uso para aqueles clubes que possuem patrimônio líquido negativo. Nestes casos, o modelo não captura e interpreta adequadamente a estrutura de capital dos clubes e o seu real estado de solvência.

REFERÊNCIAS

ALTMAN, Edward I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The journal of finance**, v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.

ALTMAN, Edward I.; BAIDYA, Tara KN; DIAS, Luis Manoel Ribeiro. Assessing potential financial problems for firms in Brazil. **Journal of International Business Studies**, p. 9-24, 1979.

BORINELLI, Márcio Luiz; PIMENTEL, Renê Coppe. Curso de contabilidade para gestores, analistas e outros profissionais. **São Paulo: Atlas**, 2010.

BRIGHAM, Eugene; EHRHARDT, Michael. **Financial management: theory & practice**. Cengage Learning, 2013.

DA SILVA, José Pereira. **Análise financeira das empresas**. Atlas, 2008.

DA SILVA, José Pereira. **Gestão e análise de risco de crédito**. Atlas, 2008.

DE IUDICIBUS, Sergio. **Análise de balanços**. Atlas, 1995.

ELIZABETSKY, Roberto. **Um modelo matemático para decisões de crédito no banco comercial**. 190 f. 1976. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção)—Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo-SP.

FITZPATRICK, Paul J. **A Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies: Paul J. Fitzpatrick**,... Accountants Publishing Company, 1932.

GITMAN, Lawrence. J. Princípios de administração financeira. 10ª edição; tradução técnica Antonio Zoratto Sanvicente. 2004.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. Administração financeira. Administração financeira. 2003.

KANITZ, Stephen Charles. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw do Brasil, 1978.

MATARAZZO, Dante C. Análise Financeira de Balanços—Ed. **Atlas: são Paulo-2003**, 2003.

MATARAZZO, D. **Análise de balanços: abordagem gerencial**. 2010.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial: a contabilidade como instrumento de análise, gerência e decisão, as demonstrações contábeis: origens e finalidades, os aspectos fiscais e contábeis das leis em vigor**. Atlas, 2009.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado financeiro**. Atlas, 2009.

SAUTCHUK, Jaime. **Os descaminhos do futebol: um livro que torce por um novo futebol no Brasil**. Verano, 2001.

TAMARI, Meir. Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy. **Management International Review**, p. 15-21, 1966.

TOPA, Lética E. **La gestión de créditos (bancária y mercantil)**. Buenos Aires: Depalma, 1979.

YIN, Robert K. **Case study research: Design and methods**. sage, 2009.

BRASIL, Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969, Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 mai. 1969

BRASIL, Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976, Dispõe sobre as relações de trabalho do atleta profissional de futebol e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 3 set. 1976.

BRASIL, Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993, Institui normas gerais sobre desportos e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 7 jul. 1993.

BRASIL, Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, Institui normas gerais sobre desporto e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 25 mar. 1998.

BRASIL, Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000, Institui o Programa de Recuperação Fiscal – Refis e dá outras providências, e altera as Leis n^{os} 8.036, de 11 de maio de 1990, e 8.844, de 20 de janeiro de 1994. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 11 abr. 2000

BRASIL, Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, Institui o Código Civil. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 11 jan. 2002

BRASIL, Lei nº 10.671, de 15 de maio de 2003, Dispõe sobre o Estatuto de Defesa do Torcedor e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 16 mai. 2003.

BRASIL, Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003, A ltera a legislação tributária, dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional do Seguro Social e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 mai. 2003

BRASIL, Medida Provisória nº 303, de 29 de junho de 2006, Dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional do Seguro Social nas condições que especifica e altera a legislação tributária federal. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 10 jul. 2006

BRASIL, Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, Dispõe sobre a instituição de concurso de prognóstico destinado ao desenvolvimento da prática desportiva, a participação de entidades desportivas da modalidade futebol nesse concurso e o parcelamento de débitos tributários e para com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS; altera as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, e 10.522, de 19 de julho de 2002 ; e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 set. 2006

BRASIL, Decreto-Lei nº 6.187, de 14 de agosto de 2007, Regulamenta a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006 , institui o concurso de prognóstico denominado Timemania, estabelece os critérios de participação e adesão das entidades de prática desportiva da modalidade de futebol profissional e dispõe sobre o parcelamento de débitos tributários e não-tributários e para com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 ago. 2007

BRASIL, Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o [Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972](#) , as Leis nºs [8.212, de 24 de julho de 1991](#) , 8.213, de 24 de julho de 1991, [8.218, de 29 de agosto de 1991](#) , [9.249, de 26 de dezembro de 1995](#) , [9.430, de 27 de dezembro de 1996](#) , 9.469, de 10 de julho de 1997, [9.532, de 10 de dezembro de 1997](#) , [10.426, de 24 de abril de 2002](#) , 10.480, de 2 de julho de 2002, [10.522, de 19 de julho de 2002](#) , [10.887, de 18 de junho de 2004](#) , e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs [8.981, de 20 de janeiro de 1995](#) , [10.925, de 23 de julho de 2004](#) , [10.637, de 30 de dezembro de 2002](#) , [10.833, de 29 de dezembro de 2003](#) , [11.116, de 18 de maio de 2005](#) , [11.732, de 30 de junho de 2008](#) , 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, [11.345, de 14 de setembro de 2006](#) ; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs [8.383, de 30 de dezembro de 1991](#) , e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do [Decreto-Lei nº 73, de 21 de](#)

[novembro de 1966](#), das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, [9.718, de 27 de novembro de 1998](#), e 6.938, de 31 de agosto de 1981, [9.964, de 10 de abril de 2000](#), e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da [Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005](#); e dá outras providências.

Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil, Brasília, DF, 28 mai. 2009

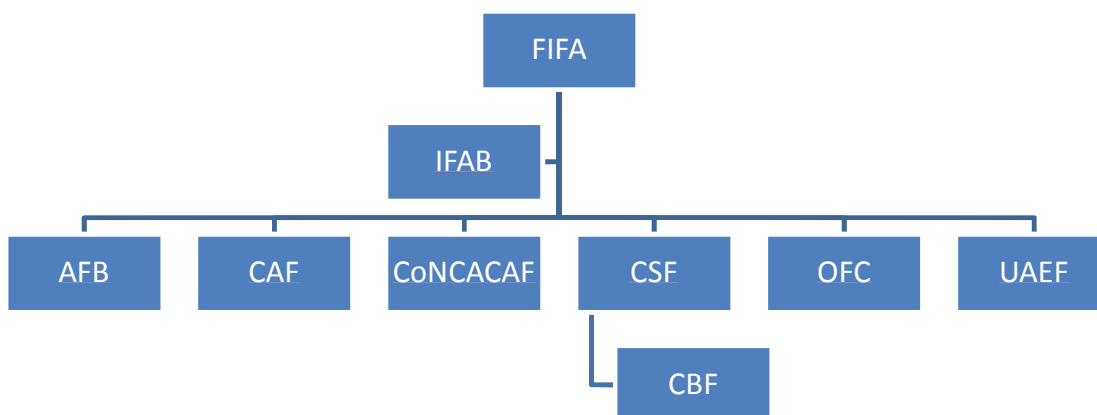
BRASIL, Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011, Altera as Leis nºs 9.615, de 24 de março de 1998, que institui normas gerais sobre desporto, e 10.891, de 9 de julho de 2004, que institui a Bolsa-Atleta; cria os Programas Atleta Pódio e Cidade Esportiva; revoga a Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976; e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 mar. 2011

Projeto de Lei 5201/2013 Altera a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, para modificar a destinação dos valores arrecadados no concurso de prognóstico denominado Timemania com o objetivo de torná-la mais atraente para seus apostadores e de aumentar a capacidade de pagamento das entidades desportivas quanto às suas dívidas fiscais junto à União, e dá outras providências. Disponível em: < <http://www.camara.leg.br/sileg/default.asp> > Acesso em 17/11/2014

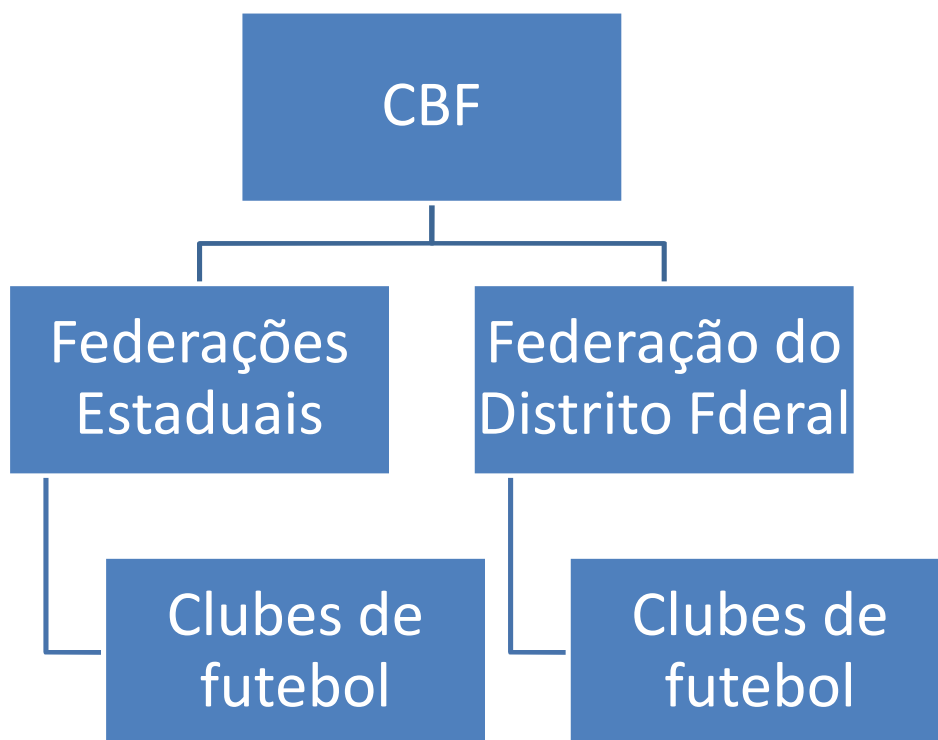
BDO – RCS, 7º Valor das marcas dos clubes brasileiros: finanças dos clubes 2014. Disponível em: <<http://www.bdobrazil.com.br/pt/publicacoes.html>> Acesso em 17/11/2014

APÊNDICES

Apêndice A – Estrutura organizacional do futebol no mundo



Apêndice B – Estrutura organizacional do futebol no Brasil



Apêndice C – Informações financeiras modelo Kanitz (1978)

	Estado	Clube	Ativo Circulante	Estoques	Realizável a longo prazo	Passivo Circulante	Exigível Total	Patrimônio Líquido	Lucro líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	99.249	738	8.072	182.406	545.758	242.475	-22.534
	RJ	Botafofo	9.870	0	17.652	249.933	726.361	-614.996	- 80.299
	SP	Corinthians	240.396	194	771.030	306.583	1.205.090	75.887	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	447	54.022	193.498	334.881	100.155	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	942	3.275	221.958	825.451	-443.401	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	133	8.883	167.124	491.156	-76.366	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	3.154	6.291	168.101	311.297	-22.395	-51.487
	RS	Internacional	112.463	1.761	29.683	215.073	371.487	421.357	-952
	SP	Palmeiras	89.007	479	65.642	287.963	466.407	-100.511	-22.621
	SP	Santos	29.720	0	10.121	190.434	336.561	-144.419	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	3.384	12.397	187.198	312.921	247.575	23.524
	RJ	Vasco	107.726	770	85.723	295.059	711.813	-355.804	-3.511

Apêndice D – Informações financeiras modelo Altman (1968)

2013	Estado	Clube	Ativo Circulante	Ativo Total	Passivo Circulante	Exigível Total	Valor de mercado PL	Lucros Retidos	Vendas	LAIR
	MG	Atlético Mineiro	99.249	788.233	182.406	545.758	0	0	218.466	-22.534
	RJ	Botafogo	9.870	111.365	249.933	726.361	0	0	150.229	-80.299
	SP	Corinthians	240.396	1.280.977	306.583	1.205.090	0	1.016	302.357	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	435.036	193.498	334.881	0	0	172.112	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	382.050	221.958	825.451	0	0	259.175	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	414.790	167.124	491.156	0	0	116.588	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	288.902	168.101	311.297	0	0	172.684	-51.487
	RS	Internacional	112.463	680.381	215.073	371.487	0	0	225.984	-952
	SP	Palmeiras	89.007	365.896	287.963	466.407	0	0	176.881	-22.621
	SP	Santos	29.720	162.422	190.434	336.561	0	0	190.275	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	560.496	187.198	312.921	0	23.524	362.832	23.524
	RJ	Vasco	107.726	356.010	295.059	711.813	0	0	155.339	-3.511

Apêndice E – Informações financeiras modelo Altman et. al. (1979)

	Estado	Clube	Ativo Circulante	Ativo Total	Passivo Circulante	Reservas	Lucros acumulados	Exigível Total	Patrimônio líquido	Vendas	Lucro líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	99.249	788.233	182.406	615	0	545.758	242.475	218.466	-22.534
	RJ	Botafogo	9.870	111.365	249.933	0	0	726.361	-614.996	150.229	-80.299
	SP	Corinthians	240.396	1.280.977	306.583	88.381	0	1.205.090	75.887	302.357	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	435.036	193.498	216	0	334.881	100.155	172.112	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	382.050	221.958	261	0	825.451	-443.401	259.175	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	414.790	167.124	294.156	0	491.156	-76.366	116.588	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	288.902	168.101	142.192	0	311.297	-22.395	172.684	-51.487
	RS	Internacional	112.463	680.381	215.073	471	0	371.487	421.357	225.984	-952
	SP	Palmeiras	89.007	365.896	287.963	0	0	466.407	-100.511	176.881	-22.621
	SP	Santos	29.720	162.422	190.434	33.595	0	336.561	-144.419	190.275	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	560.496	187.198	235.338	0	312.921	247.575	362.832	23.524
	RJ	Vasco	107.726	356.010	295.059	74	0	711.813	-355.804	155.339	-3.511

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982)

	Estado	Clube	Disponível	Ativo Circulante	Duplicatas a receber	Ativo permanente	Variação imobilizado	Imobilizado médio	Passivo Circulante	Emp / Finan	Variação do ELP
2013	MG	Atlético Mineiro	3.456	99.249	92.494	680.913	-1.012	200.578	182.406	172.689	-10.693
	RJ	Botafogo	162	9.870	374.182	72.843	-356	43.600	249.933	95.189	-2.663
	SP	Corinthians	5.210	240.396	963.310	269.551	11.081	208.162	306.583	34.923	-20.491
	MG	Cruzeiro	102	80.941	125.268	300.073	-3.076	224.548	193.498	31.218	-23.173
	RJ	Flamengo	12.034	64.740	620.204	314.035	-5.729	137.407	221.958	112.259	38.023
	RJ	Fluminense	28.653	59.572	274.179	346.335	-1.570	324.601	167.124	31.834	-26.306
	RS	Grêmio	5.484	28.343	20.739	254.268	10.831	142.231	168.101	61.741	-3.461
	RS	Internacional	5.792	112.463	125.187	650.698	-859	587.548	215.073	29.155	-10.262
	SP	Palmeiras	3.866	89.007	142.787	211.247	-3.546	152.255	287.963	34.691	-96.594
	SP	Santos	432	29.720	37.650	152.301	-840	50.798	190.434	62.124	-1.779
	SP	São Paulo	15.152	49.887	517.599	498.212	15.810	293.970	187.198	92.831	-109
	RJ	Vasco	745	107.726	115.330	162.561	15	99.864	295.059	116.610	105.898

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982) - Continuação

	Estado	Clube	Exigível a longo prazo	Margem Bruta	Capital de terceiros	Ativo Total	Ativo total médio	Investimento médio	Investimento	Salários, tributos e correções médios	Patrimônio líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	363.352	29	545.758	788.233	753.115	434.968	434.968	140.191	242.475
	RJ	Botafogo	476.428	-12	726.361	111.365	135.085	683	725	59.501	-614.996
	SP	Corinthians	898.507	3	1.205.090	1.280.977	1.336.882	0	0	130.404	75.887
	MG	Cruzeiro	141.383	1	334.881	435.036	430.052	0	0	117.868	100.155
	RJ	Flamengo	603.493	10	825.451	382.050	412.155	148.053	147.042	98.956	-443.401
	RJ	Fluminense	324.032	30	491.156	414.790	417.311	0	0	40.797	-76.366
	RS	Grêmio	143.196	7	311.297	288.902	275.367	550	667	ND	-22.395
	RS	Internacional	156.414	17	371.487	680.381	679.073	0	0	63.759	421.357
	SP	Palmeiras	178.444	26	466.407	365.896	415.122	0	0	75.791	-100.511
	SP	Santos	146.127	6	336.561	162.422	159.187	0	0	75.467	-144.419
	SP	São Paulo	125.723	21	312.921	560.496	562.595	0	0	78.992	247.575
	RJ	Vasco	416.755	10	711.813	356.010	327.333	0	0	85.075	-355.804

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982) - Continuação

	Estado	Clube	Patrimônio líquido médio	Reservas	Lucro Líquido	Lucros suspensos	Vendas	Lucro operacional	Resultado financeiro	Lucro bruto
2013	MG	Atlético Mineiro	253.743	615.374	-22.534	0	218.466	23	-24.011	63.545
	RJ	Botafogo	-574.872	0	-80.299	0	150.229	-58.306	-21.943	-17.516
	SP	Corinthians	75.379	88.381	1.016	1.016	302.357	1.016	-8.118	8.797
	MG	Cruzeiro	113.365	215.879	-22.822	0	172.112	-22.822	-8.297	1.297
	RJ	Flamengo	-433.645	261.447	-19.512	0	259.175	26.897	-46.410	26.897
	RJ	Fluminense	-74.712	294.156	-3.308	0	116.588	-3.308	-16.176	34.575
	RS	Grêmio	3.349	142.192	-51.487	0	172.684	-51.487	-32.708	11.237
	RS	Internacional	422.751	470.946	-952	0	225.984	10.957	-11.909	38.405
	SP	Palmeiras	-89.201	0	-22.621	0	176.881	-22.621	-24.268	45.344
	SP	Santos	-124.109	33.595	-40.621	0	190.275	-40.621	-20.656	11.314
	SP	São Paulo	235.406	235.338	23.524	23.524	362.832	23.524	-16.311	74.624
	RJ	Vasco	-317.353	74.257	-3.511	0	155.339	-3.511	-18.478	14.968



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

Brasília – DF

2014

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

Monografia apresentada ao
Departamento de Administração como
requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr., Paulo de Brito

Brasília – DF

2014

AMARO VIEIRA DA SILVEIRA

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: estudo de caso do
estado de solvência dos clubes de futebol brasileiros**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de
Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do
aluno

Amaro Vieira da Silveira

Dr., Paulo Augusto Pettenuzo de Brito
Professor-Orientador

Dr., André Luiz Marques Serrano,
Professor-Examinador

MSc, Fernanda Ledo Marciniuk
Professor-Examinador

Brasília, 19 de novembro de 2014

Dedico aos meus pais, que me proporcionaram algo que eles não tiveram. Dedico a minha filha Lara, fonte de alegria e brilho em minha vida. Dedico a Fabiana Resende, pelo apoio e paciência sem fim.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Lucas Pinheiro, pelo simples e útil.
Agradeço à PwC pelo investimento feito.

RESUMO

Tendo em vista o atual cenário de discussão sobre os mecanismos de fiscalização e manutenção da atividade esportiva futebol o presente estudo propõe-se a identificar e avaliar os mecanismos atuais para responsabilização e exigência das obrigações dos clubes de futebol, bem como mensurar a capacidade de pagamento daqueles. O alto volume financeiro e as grandes transações de jogadores, as promessas dos dirigentes eleitos e a pressão por resultados dos torcedores e investidores fizeram com que o investimento realizado no futebol crescesse além da capacidade de pagamento das fontes de recursos, com impacto direto no estado de solvência dos clubes analisados. O método utilizado foi o estudo de caso, realizado com doze clubes de futebol do Brasil. Identificaram-se os principais índices econômico-financeiros e de endividamento dos clubes, identificando quais os clubes que apresentam estado de insolvência e quais os clubes que apresentam situação financeira boa. Verificou-se que os índices econômico-financeiros e de endividamento encontram-se em um nível baixo, com implicações no estado de solvência dos clubes. Concluiu-se que dentro dos cinco modelos utilizados, apenas um definiu uma situação financeira boa geral, sendo que no restante identificou-se que os clubes apresentam problemas com relação a sua situação financeira.

Palavras-chave:

Administração financeira.
brasileiros.

Prescrição de solvência.

Clubes de futebol

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Níveis de análise financeira	20
Figura 2 - Pilares da análise financeira	21

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFC – *Asian Football Confederation*

BP – Balanço Patrimonial

CAF – *Confédération Africaine de Football*

CBF – Confederação Brasileira de Futebol

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CoNCACAF – *Confederation of North Central American and Caribbean Association Football*

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CSF – Confederación Sudamericana de Fútbol

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

FIFA – *Fédération Internationale de Football Association*

IFAB – *International Football Association Board*

ND – Não disponível

OFC – Oceania Football Confederation

REFIS – Programa de Recuperação Fiscal

UAEF – Union des Associations Européennes de Football

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Contextualização	11
1.2	Formulação do problema.....	13
1.3	Objetivo Geral.....	14
1.4	Objetivos Específicos	14
1.5	Justificativa	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1	Administração financeira	17
2.1.1	Análise financeira.....	18
2.2	Estado de solvência.....	28
2.2.1	Análise discriminante	31
2.3	Indústria esportiva – Futebol	35
2.3.1	História do futebol	35
2.3.2	Organização e estrutura do futebol	36
2.3.3	Estrutura econômico-financeira do futebol no Brasil	39
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	46
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa	46
3.2	Amostra	47
3.3	Caracterização dos instrumentos de pesquisa	48
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados	48
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	50
4.1	Patrimônio líquido negativo	54
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	56
	REFERÊNCIAS.....	57
	APÊNDICES.....	61
	Apêndice A – Estrutura organizacional do futebol no mundo.....	61
	Apêndice B – Estrutura organizacional do futebol no Brasil.....	62
	Apêndice C – Informações financeiras modelo Kanitz (1978).....	63
	Apêndice D – Informações financeiras modelo Altman (1968).....	64
	Apêndice E – Informações financeiras modelo Altman et. al. (1979)	65
	Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982).....	66

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Por diversas vezes verifica-se a veiculação de notícias a respeito da situação financeira dos clubes brasileiros: “Os 24 clubes de futebol mais endividados” (Exame.abril.com.br, 22/08/2014); “Passividade do governo e má gestão fazem dívidas de clubes com a União crescer 10 vezes em 20 anos” (zh.clicrbs.com.br, 02/08/2014); “Clubes brasileiros aumentam as receitas, mas gastos turbinam suas dívidas” (Folha de São Paulo Online, 20072014; “Dívidas dos principais clubes brasileiros chegam a R\$ 4,7 bilhões (Estadão Online, 30/05/2013).

Tão pouco é difícil achar notícias a respeito de ações e bloqueios judiciais envolvendo clubes: “Justiça do Trabalho penhora ginásio Panela de Pressão, do Noroeste” (globoesporte.globo.com, 07/11/2014); “Justiça penhora direitos econômicos do volante Jonas, do Sampaio” (globoesporte.globo.com, 06/11/2014); “Atlético-MG tem cotas de TV bloqueadas por dívida de mais de R\$ 100 milhões” (espn.uol.com.br, 30/09/2014); “Divida de nado sincronizado penhora 10 % do contrato da Umbro com Vasco [da Gama - RJ]” (globoesporte.globo.com, 01/10/2014); “TJ RJ mantém penhora de R\$ 58 milhões para Vasco [da Gama - RJ] pagar Romário” (jusbrasil.com.br, 2012).

Dado o caráter social e político e o grande interesse dos brasileiros no esporte é possível verificar preocupação com essas dívidas também no âmbito político do Brasil. Historicamente medidas de auxílio aos clubes, bem como de fiscalização foram criadas.

Em 1969 era criada a Loteria Esportiva (Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969) em que os fundos levantados serviriam como investimento em políticas sociais, ligadas ao esporte, e para apoiar os clubes nacionais, como no pagamento de viagens para participação nos campeonatos.

Em 2 de setembro de 1976 foi publicada a Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976 (“Lei do Passe”), que garantia aos clubes formadores dos atletas dinheiro fruto das transações dos direitos federativos daquele atleta, mesmo após o término dos

contratos de trabalho. Os atletas eram considerados ativos para os clubes e, desta forma, aqueles poderiam ser alienados para equacionar as contas e as dívidas dos clubes. Mesmo com o esforço de prover os clubes de receitas sobre os seus ativos, os atletas, a situação financeira dos clubes não apresentou melhoras, surgindo a Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993 (“Lei Zico”).

A Lei Zico abriu a oportunidade de os clubes serem gerenciados por entidades com fins lucrativos. Com esta ação o governo buscava transformar os clubes em empresas, mas não os obrigavam a tal; caso os clubes optassem pela gerencia de uma empresa perderiam incentivos fiscais.

Em 1998 foi criada a Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998 (“Lei Geral dos Desportos” ou “Lei Pelé”) que trouxe diversas mudanças significativas dentre elas: extinção do passe do jogador, impedindo a negociação dos direitos sobre os jogadores, reduzindo significativamente as receitas dos clubes (para reduzir estas perdas, os clubes incluíram nos contratos firmados com os jogadores cláusulas que estabelecem multa rescisória além de prolongar os prazos dos contratos). Além disso, a Lei Pelé também traz a possibilidade de os clubes virarem clubes empresa, demonstrando a preocupação do Estado de aumentar a regulamentação e fiscalização sobre tais clubes.

Com o advento da Lei Pelé tornou-se obrigatória a apresentação das Demonstrações Financeiras para os clubes esportivos brasileiros, conforme Inciso I do Art. 46-A da referida Lei, com a redação dada pela Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011:

“elaborar suas demonstrações financeiras, separadamente por atividade econômica, de modo distinto das atividades recreativas e sociais, nos termos da lei e de acordo com os padrões e critérios estabelecidos pelo Conselho Federal de Contabilidade, e, após terem sido submetidas a auditoria independente, providenciar sua publicação, até o último dia útil do mês de abril do ano subsequente, por período não inferior a 3 (três) meses, em sítio eletrônico próprio e da respectiva entidade de administração ou liga desportiva;”

O texto foi ainda afirmado pela Lei 10.671, de 15 de maio de 2003 (“Estatuto do Torcedor”):

“II – mecanismos de transparência financeira da entidade, inclusive com disposições relativas à realização de auditorias independentes, observado o

disposto no art. 46-A da Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998; "(Art. 33º da Lei nº 10.671, de 15 de maio 2003).

Através das Demonstrações Financeiras dos clubes de futebol é possível realizar uma análise financeira destes clubes. Tal análise é uma importante ferramenta para a compreensão da situação das empresas e, por consequência, para a tomada de decisão do investidor e dos caminhos a serem seguidos pelo gestor.

Tipicamente, essas análises são realizadas utilizando-se o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício, que dão um retrato da posição patrimonial das empresas e demonstram os resultados obtidos dentro do exercício e as movimentações dos fluxos de caixa das empresas por meio de índices.

Este trabalho se propõe a avaliar as Demonstrações Financeiras dos clubes esportivos brasileiros através da aplicação de modelos de prescrição de solvência e avaliar o nível de solvência dos clubes brasileiros.

1.2 Formulação do problema

Estudo elaborado e divulgado pela empresa BDO – RCS (2014), filial brasileira da empresa de consultoria e auditoria BDO, com 24 clubes brasileiros em 2013 demonstra que a dívida total dos clubes é de R\$ 5,68 bilhões, sendo que cerca de 51%, ou seja, R\$ 2,711 bilhões são referentes a dividas tributárias.

Mesmo que estes números sejam considerados altos, como será visto logo mais na análise das demonstrações financeiras, os dirigentes continuam realizando transações financeiras com altos valores sejam na aquisição de atletas sejam no investimento patrimonial dos clubes, pois não vêm sendo responsabilizados por suas gestões perante os Órgãos Oficiais do Estado: está em discussão legislação aplicável e mecanismos de se manter o controle e aplicar punições para gestores que realizem gastos sem que sejam cumpridas as obrigações fiscais dos clubes (Projeto de Lei 5201/2013), bem como a forma como será realizado o pagamento das dívidas tributárias dos clubes.

O estado brasileiro realiza periodicamente a criação de REFIS, dentre eles o REFIS 1 (Lei nº 9.964/2000), REFIS PAES (Lei nº 10.684/2003), REFIS PAEX (Medida

Provisória 303/2006) e REFIS da Crise (Lei nº 11.941/2009), entre outros. REFIS é o refinanciamento de débitos com a Secretaria da Receita Federal - SRF, a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional - PGFN e o Instituto Nacional do Seguro Social - INSS, com o intuito de arrecadar o montante devido através de acordos sem que se aguardem decisões judiciais finais (Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995). A grande vantagem do REFIS para as organizações adquirentes é o de liquidar seus saldos com algum nível de desconto e através de parcelamento; já para o Estado aumenta-se a arrecadação e aprimora seus principais índices financeiros através de receitas não esperadas.

Este trabalho irá descrever o impacto desse endividamento na situação econômico-financeira dos 12 maiores clubes de futebol brasileiro em volume de venda.

1.3 Objetivo Geral

O objetivo da pesquisa é determinar os níveis atuais de endividamento dos clubes e definir o estado de solvência dos clubes selecionados. Demonstrar a evolução do endividamento geral dos clubes nos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2009 a 31 de dezembro de 2013.

1.4 Objetivos Específicos

Descrever o cenário regulatório aplicado aos clubes de futebol brasileiro.

Apresentar conceitos básicos sobre análise de solvência das empresas, as principais metodologias utilizadas, ressaltando a importância de se realizar uma análise econômica financeira como ferramenta de avaliação de investimentos.

Mensurar e avaliar os principais índices econômicos dos clubes de futebol brasileiros.

Aplicar as metodologias descritas determinando o nível de solvência dos casos escolhidos dentre os clubes de futebol brasileiros .

1.5 Justificativa

Em 30 de setembro de 2013 foi criada uma organização formada por jogadores preocupados com o cenário do futebol brasileiro: nascia então o Bom Senso F.C. (“Bom Senso”). Em meio aos campeonatos oficiais estes jogadores realizaram manifestações para mobilizar a sociedade e pedindo bom senso para todos os envolvidos.

Em sua apresentação inicial o Bom Senso destaca os seguintes pontos:

- Dentre os 684 clubes profissionais, 583 não possuem calendário anual;
- Dentre os 20 mil atletas profissionais, cerca de 16 mil recebe 2 salários mínimos durante somente 6 meses do ano;
- O endividamento dos clubes brasileiros cresceu 74% no período de 2008 a 2012, totalizando R\$ 4,75 bilhões, sendo R\$ 2,5 bilhões devidos ao governo brasileiro.

Através da mobilização alcançada o grupo de jogadores formalizou, em pouco menos de 1 ano, duas propostas: calendário e fair play financeiro. Sua iniciativa chegou ao Congresso Nacional sobre a forma de Projeto de Lei de Responsabilidade Fiscal do Esporte (PL 5201/2013).

Os principais pontos do Projeto de Lei são:

- Renegociação das dívidas acumuladas até 2014, com prazo máximo de 25 anos para parcelamento, com a Receita Federal, Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, Banco Central e com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço;
- Criação de comitê de fiscalização das finanças dos clubes, com representantes dos clubes, dos atletas, da imprensa esportiva e dos patrocinadores;

- Criação de Loteria Esportiva, com destinação de 2,7% da arrecadação para os clubes com a obrigação de utilizar o recurso para pagamento das dívidas;
- Criação de Fundo de Iniciação Esportiva, com recursos destinados à projetos de incentivo à prática de modalidade olímpica e paraolímpica no ensino fundamental e na educação especial. (Câmara dos Deputados Online, 14/08/2014).

O Projeto de Lei 5201/2013 continua a discussão sobre a responsabilidade econômico-financeira dos clubes, bem como amplia o prazo para liquidação das dívidas tributárias dos clubes de futebol. Essa ampliação auxilia o clube no pagamento das suas dívidas, bem como tenta garantir a continuidade normal das atividades deles.

Ainda assim, falta identificar qual a situação econômico-financeira destes clubes e avaliar a sua capacidade de pagamento e seu estado de solvência.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Administração financeira

A administração financeira deve gerir os assuntos diversos financeiros das empresas, independente do setor em que atua e o porte da empresa. Os assuntos vão desde o planejamento e concessão de crédito, avaliação de investimento e captação recurso, bem como a proteção a posição financeira em moeda estrangeira. Em suma, é responsável pelas finanças das empresas (Gitman, 2004).

Pereira (2008) resume as funções do departamento financeiro e responsáveis pelas finanças de uma empresa na responsabilidade pelos investimentos, financiamentos e planejamentos dos dividendos.

A função investimento é responsável por determinar a organização dos ativos da empresa, seja em ativos permanentes capazes de gerar outros ativos, seja em ativos financeiros (Pereira, 2008).

A função financiamento é responsável por determinar a estrutura de capitais da empresa, por meio de avaliação dos custos e riscos associados a cada fonte de capital, seja ele próprio ou de terceiros (Pereira, 2008).

A função de planejamento dos dividendos é responsável por remunerar cada fonte de capital, definida na função financiamento, o resultado alcançado pela empresa (Pereira, 2008).

Gitman (2003) diz que os processos através dos quais o capital é transferido são a tradução do que são finanças. Tal capital é transferido dentro de mercados financeiros pelos seus atores: gerentes financeiros (representantes ou não de empresas) e investidores. Os mercados financeiros facilitam os fluxos dos recursos entre órgãos do governo, investidores e empresas (Gitman, 2003).

Gitman (2003) estabelece relação entre a administração financeira e a contabilidade em que os responsáveis por ambas as áreas desempenham funções similares, quando não equivalentes. Para o autor a diferença básica entre as funções está no foco das atividades de fluxos de caixa e tomadas de decisões. Contadores

respeitam o regime da competência e coletam e apresentam os dados financeiros. Já os administradores financeiros dão ênfase ao regime de caixa (entradas e saídas de moeda) e avaliam os dados financeiros, servindo de base para a tomada de decisão.

Brigham e Ehrhardt (2013) afirma que administração financeira é importante para todas as empresas, pois auxilia na tomada de decisão, desde a compra de material de escritório até em grandes negociações, como aquisições e cisões. Por possuir tamanha importância o analista financeiro deve possuir conhecimentos sobre investimentos, mercado de capital e sobre a própria administração financeira, como matemática financeira, conceitos de custo de capital, etc.

2.1.1 Análise financeira

A avaliação das empresas seja como gestor, investidor ou credor é de extrema importância para tomar a decisão de iniciar ou continuar uma transação. Compreender as relações da empresa e suas informações financeiras, bem como os fatores internos e externos, são ferramentas que auxiliam naquela avaliação (Pereira, 2008).

Assaf Neto (2009) afirma que a avaliação das demonstrações financeiras é uma das mais importantes funções da administração financeira despertando interesses dos investidores, administradores, usuários das demonstrações financeiras, enfim, todos os *stakeholders* da empresa.

Tanto Assaf Neto (2009) como Pereira (2008) enaltecem a importância da análise financeira como ferramenta de avaliação das empresas. Pereira (2008) descreve que as análises proporcionam contribuição de destaque no processo das análises, mas não deve ser o único meio de se avalia-las, sendo necessário considerar outros fatores, externos e internos, para garantir uma avaliação assertiva.

Matarazzo (2010) explica que as demonstrações financeiras são dados que precisam ser transformados em informações, onde dados são os números dos objetos e eventos e que as informações são representações que, ao serem comunicadas, devem causar alguma “reação ou decisão”.

Ainda de acordo com Matarazzo (2010) a análise financeira deve ser pautada pela preocupação de transmitir informações aos seus usuários para que estes possam, em contrapartida, tomar decisões de investimento concluindo que a qualidade e a extensão das informações que conseguir gerar, e que serão consideradas para as tomadas de decisões, dará o grau de excelência daquela análise.

Borinelli (2010) alerta para o fato de que a simples identificação de um índice é insuficiente para acrescentar algo novo. Podem-se criar novos índices, desde que estes apresentem relações lógicas de causa e efeito, além de serem possíveis de mensuração e comparação.

Não somente relações lógicas de causa e efeito, mas para se usar os índices estabelecidos deve-se manter um “acompanhamento constante e sistemático da posição financeira, econômica e patrimonial de empresas ao longo do tempo e, principalmente, contextualizando...” tais índices (Borinelli, 2010, p.402). A contextualização estará representada pela comparação de um mesmo índice com outras empresas do mesmo setor de atividades ou similar.

A utilização de índices-padrão pode ser levada em consideração, seja aquele índice uma meta estabelecida internamente seja um *benchmark* de mercado, para analisar a gestão administrativa das empresas e possibilitar o estabelecimento de políticas de controle das atividades (Marion, 2009).

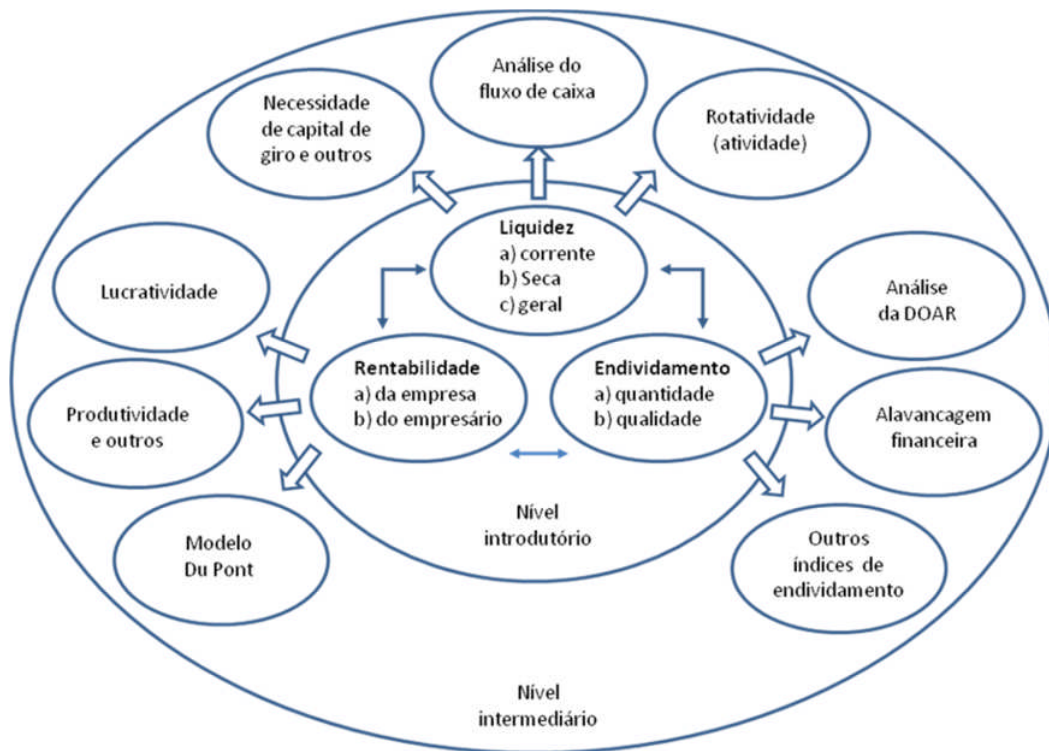
Marion (2009) define índices-padrão como a representação de índices médios de empresas de um mesmo ramo de atividade e que serão os parâmetros para realização de análises sobre aquele índice.

Borinelli (2010) faz referência ao trabalho de Ludicibus (1995) que defende o uso de índices desde que mantido o foco no que se pretende obter com a análise, resultando em informações precisas para aquela empresa, independente do número de índices a avaliação da correlação destes índices aliada à contextualização destes trará resultados eficientes e objetivos no assunto avaliado. O resultado obtido, dependendo do conjunto de índices, trará informações no âmbito de quatro situações: financeira (liquidez), patrimonial (estrutura de capital), econômica (rentabilidade) e operacional (gestão de ativos e passivos) (Borinelli, 2010, p.404).

Marion (2009) estabelece níveis para a análise financeira: introdutório, intermediário e avançado. Os dois primeiros níveis são apresentados pelo autor conforme figura 1

e o nível avançado é determinado pela utilização de índices de diferentes pilares dentro de uma análise única, correlacionando-os.

Figura 1 - Níveis de análise financeira

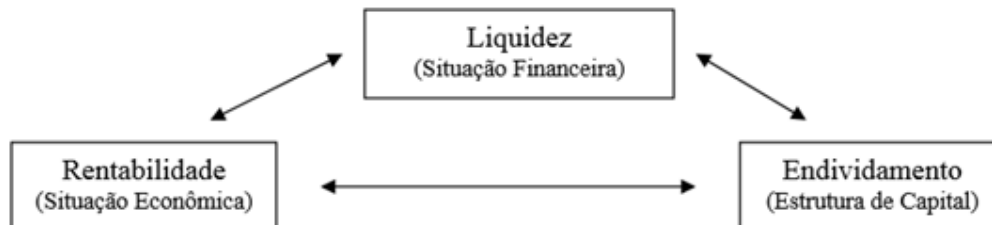


Fonte: Marion (2009)

Iniciando a análise no nível introdutório avaliam-se os indicadores básicos de liquidez corrente e seca, entre outros; à medida que se avança nos níveis acrescentam-se outros indicadores.

As mesmas situações avaliadas por Borinelli (2010) são consideradas por Marion (2009) como pilares para a análise financeira, exceto a situação operacional, formando um tripé apresentado na figura 2.

Figura 2 - Pilares da análise financeira



Fonte: Marion (2009)

A identificação dos principais índices relacionados aos pilares estabelecidos por Marion (2009) será feita nos próximos tópicos.

2.1.1.1 Endividamento

Endividamento é parte da estrutura de capital adotada pela empresa e a forma como ela financia as suas operações, seja por capital próprio ou por capital de terceiros, e representa as dívidas da empresa com terceiros (Borinelli, 2010). Quanto maior for a representatividade de capital de terceiros na empresa maior será seu nível de endividamento.

Marion (2009) caracteriza o endividamento em dois critérios: quantidade e qualidade. A qualidade da dívida é identificada segregando-se o endividamento em dois objetivos com foco distintos: aplicação em seus ativos de produção e para pagar outras dívidas. O primeiro financiará ativos que irão gerar outros ativos e fluxos de caixa convergirão para a empresa, auxiliando a liquidação da própria dívida captada. Já o segundo, como não gera fluxos de caixa futuros, fará com que a empresa recorra seguidamente a empréstimos.

Pereira (2008) segrega as dívidas de curto e longo prazo através de seus vencimentos. Dívidas que possuem seu vencimento após o término do exercício seguinte são caracterizadas como dívidas de longo prazo. Logo, toda dívida que tiver seu vencimento anterior ao término do exercício seguinte será classificada como de curto prazo.

No que tange a qualidade da dívida Marion (2009) determina que a participação de dívidas de longo prazo possibilita a empresa maior período para geração de recursos. Ainda afirma que expansões e modernizações devem ser financiadas com capital de longo prazo, independente se for capital próprio ou capital de terceiros,

pois o resultado da aplicação do recurso será, normalmente, colhido no longo prazo (Marion, 2009).

A concentração das dívidas no passivo circulante, ou seja, de curto prazo deixa a empresa vulnerável a variações no mercado. Em momentos de crise da economia, considerando o fato de que a empresa precisa de recursos para liquidar suas dívidas de curto prazo, a realização dos ativos da empresa em condições normais de mercado não são mais aplicáveis, tendo que se desfazer de ativos em posição desfavorável, com 'liquidação forçada', o que reduz os preços de venda (Marion, 2009, p. 106).

Borinelli (2010) destaca que a participação de capital de terceiros indica “o risco ou dependência de terceiros, por parte da organização” (2010, p. 412), correlacionando os índices de endividamento com o este risco, conforme quadro 1.

Quadro nº 1 – Índices de endividamento

Índices	Fórmula	Indica	Interpretação
Participação de capital de terceiros	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa obteve de capital de terceiros em relação ao capital próprio	Geralmente, quanto menor, melhor
Composição do endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de terceiros}}$	Quanto a empresa possui de dívidas de curto prazo em relação ao total de dívidas	Geralmente, quanto menor, melhor
Endividamento geral	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Total do ativo}}$	A dependência do capital de terceiros no financiamento da sociedade	Geralmente, quanto menor, melhor
Imobilização do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Quanto a empresa aplicou no ativo permanente para cada \$100 de patrimônio líquido	Geralmente, quanto menor, melhor
Imobilização dos recursos não correntes	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Qual o percentual de recursos não correntes destinados ao ativo permanente	Geralmente, quanto menor, melhor

Fonte: Borinelli (2010)

Borinelli (2010) interpreta os índices de endividamento relacionando-os com o estado de solvência da empresa, avaliando o risco de a empresa não honrar com suas dívidas: quanto maior a participação de capital de terceiros, maior será o risco

da empresa não honrar com suas dívidas, resultando em um estado de solvência piorado.

Marion (2009) acrescenta que, quanto maior for a parcela de capital de terceiros identificada como de longo prazo e, conseqüentemente maior será o prazo para pagamento daquela dívida, maior será o período para que a empresa possa gerar fluxos de caixa positivo para liquidar aquela dívida.

O índice endividamento geral complementa a avaliação da participação de capital de terceiros, evidenciando quanto dos ativos da empresa são financiados por aquela fonte de capital. Quanto menor for a participação de capital de terceiros no financiamento dos ativos da empresa, melhor será o estado de solvência dela, isso porque menor percentual daquele ativo estará vinculado a terceiros, diminuindo a obrigação da empresa.

A imobilização do patrimônio líquido determina quanto do capital próprio foi utilizado para aplicação em ativo permanente. Quanto maior for essa aplicação, maior será o percentual do ativo total que possui menor liquidez (capacidade de tornar um ativo em valores monetários com maior rapidez, sem perda significativa no valor) reduzindo a capacidade da empresa em gerar resultados e fluxos de caixa positivos em curto prazo para honrar com suas dívidas.

A imobilização dos recursos não correntes determina faz a mesma avaliação da imobilização do patrimônio líquido; entretanto, inclui na sua análise os passivos de longo prazo. Quanto mais obrigações de longo prazo (passivo não circulante) forem utilizadas para financiamento do ativo permanente, maior será o prazo para geração de resultados e pagamento das dívidas.

2.1.1.2 Liquidez

De forma geral os índices de liquidez representam a capacidade de pagamento das obrigações das empresas. Desde a liquidez geral, passando por corrente, seca e imediata o que está sendo trabalhado é o período em que as obrigações são exigidas. Discute-se a inserção de certas contas em alguns índices, pois a capacidade de transformar tais ativos em caixa varia com cada classe de conta (Borinelli 2010, p. 404-405).

Tanto Borinelli (2010) como Marion (2009) identificam como fator relevante para a interpretação dos índices de liquidez a análise do alinhamento dos momentos de

liquidação de ativos e passivos. Ambos os autores explicam que as liquidações podem ocorrer em momentos distintos e os passivos possuem vencimento anterior aos ativos. Marion (2009) estabelece uma fase de conceituação dos índices onde são analisados os fatores que compõem o índice, evitando índices equivocados.

O quadro 2 apresenta os principais índices de liquidez.

Quadro 2 – Principais índices de liquidez

Liquidez	Fórmula	Índice	Interpretação
Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}$	Proporção entre os bens e direitos de curto e longo prazos e as obrigações totais com terceiros	Quanto maior, melhor.
Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Proporção entre os bens e direitos apenas de curto prazo e as obrigações de curto prazo com terceiros	Quanto maior, melhor.
Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$	Semelhante à liquidez corrente, porém, no ativo circulante, são excluídos os estoques e os direitos que não se converterão em caixa.	Quanto maior, melhor.
Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$	Proporção entre as disponibilidades e as obrigações de curto prazo com terceiros	Quanto maior, melhor.

Fonte: Borinelli (2010)

A liquidez geral avalia a capacidade de pagamento geral das obrigações (passivo) frente aos direitos (ativos) da empresa em uma determinada data base. Quanto maior for índice, maior será a capacidade de pagamento da empresa e melhor será seu estado de solvência.

A liquidez corrente e a liquidez seca representam a mesma análise da liquidez geral, porém, utilizam dados de curto prazo. A liquidez corrente faz a análise baseada nos ativos circulantes e a liquidez seca exclui do ativo circulante valores que não possuem características de recebíveis, como estoques e valores antecipadas; quanto maior forem a liquidez corrente e a seca da empresa, maior será sua capacidade de pagamento no curto prazo e melhor será seu estado de solvência.

Matarazzo (2010) correlaciona os índices liquidez corrente e liquidez seca. Quando ambos forem baixos, a empresa apresenta uma situação financeira insatisfatória, ou seja, seus passivos de curto prazo são superiores aos seus ativos de curto prazo e

grande parte daqueles ativos é representada por estoques, que ainda necessitam passar por processo de vendas para serem convertidos em moeda, piorando o estado de solvência da empresa.

Uma liquidez corrente baixa combinada com uma liquidez seca alta também é considerada uma situação financeira insatisfatória. Em princípio, a empresa não possui caixa para liquidar suas operações, mas possui estoques que, se forem vendidos, trarão um efeito positivo e a situação torna-se razoável.

Apresentando uma liquidez corrente alta o estado de solvência da empresa tende a ser melhor que nas outras situações. Combinada com uma baixa liquidez seca representa alto nível relativo de estoques e outros e que existam muitos itens aguardando para serem vendidos. Já na combinação com uma alta liquidez seca a empresa apresenta boa situação financeira e um estado de solvência melhor que nos outros 3 casos. Ambos os casos, liquidez seca alta ou baixa, representam que o estado de solvência da empresa é melhor do que nos outros, o que os diferencia é o nível de estoques e outros da empresa.

Quadro nº 3 – Correlação Liquidez Corrente e Liquidez Seca

Liquidez		Liquidez corrente	
	Nível	Alta	Baixa
Liquidez seca	Alta	Situação financeira boa	Situação financeira em princípio insatisfatória, mas atenuada pela boa liquidez seca. Em certos casos pode até ser considerada razoável.
	Baixa	Situação financeira em princípio satisfatória. A baixa Liquidez Seca não indica necessariamente comprometimento da situação financeira. Em certos casos pode ser sintoma de excessivos estoques “encalhados”	Situação financeira insatisfatória.

Fonte: Matarazzo (2010)

2.1.1.3 Rentabilidade

Os índices de rentabilidade demonstram o retorno dos investimentos realizados (Borinelli, 2010, p. 417); calcula-se quanto foi gerado (resultado) para cada unidade monetária investida na empresa. Os resultados da empresa podem ser comparados

com diversos componentes das demonstrações financeiras da empresa ressaltando que todas as comparações realizadas têm suas vantagens e desvantagens (Borinelli, 2010).

A simples identificação dos resultados da empresa é caracterizada como uma “utilidade informativa bastante reduzida” (Marion, 2009, p. 129). Deve-se comparar o resultado obtido com outros valores e calcular taxas de retorno, podendo assim avaliar e comparar diferentes empresas (Marion, 2009).

Marion (2009) conceitua a análise da rentabilidade como a fase em que se avalia a rentabilidade da empresa, exemplificando como o potencial que possui em vender, a capacidade de, através desse potencial, gerar resultados para a empresa, como que a empresa administra suas despesas, entre outras avaliações com foco nos resultados obtidos.

Borinelli (2010) destaca que, assim como nas outras análises, os índices devem ser comparados com outras empresas para que se possa afirmar que uma empresa foi mais rentável que a outra; ao invés de comparar valores absolutos, compara-se taxas de retorno sobre o total do ativo, o patrimônio líquido, receita líquida, entre outros.

Em sua grande maioria, quanto maior forem os índices de rentabilidade, melhor será o estado de solvência das empresas, isso porque a empresa foi capaz de gerar maior resultado dentro daquelas possibilidades levantadas por Marion (2009).

Quadro nº 4 – Índices de rentabilidade

Índice	Fórmula	Índice	Interpretação
Giro do ativo	$\frac{Receita\ Líquida}{Ativo\ Total\ Médio}$	Quanto a empresa vendeu em relação ao seu investimento total	Quanto maior, melhor.
Margem líquida	$\frac{Lucro\ Líquido}{Receita\ Líquida}$	O percentual de lucro que a sociedade obteve em relação às suas vendas	Quanto maior, melhor.
Rentabilidade do Ativo (ROA)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total\ Médio}$	Quanto a empresa lucrou em relação ao seu investimento total	Quanto maior, melhor.
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido\ Médio}$	Representa o rendimento do capital próprio	Quanto maior, melhor.

Fonte: Borinelli – 2010

O giro do ativo demonstra quanto que a empresa foi capaz de vender dentro do investimento que realizou. Em um mesmo nível de ativo total médio, quanto maior for a receita, maior será a eficiência daquela empresa. A quantidade de vezes que o ativo completou um ciclo de produção e vendas dentro de um exercício será a representação do índice. Quanto maior for esse giro maior será o volume de vendas alcançado da empresa, gerando resultados positivos e aumentando sua capacidade de pagamento; logo, tendo efeito positivo no estado de solvência (Borinelli, 2010)

A margem líquida representa quanto que a empresa lucro, em termos percentuais, da sua receita com vendas, o valor líquido pelo qual o total das receitas foi incorporado na empresa ou distribuído aos seus acionistas (Borinelli, 2010).

Na rentabilidade do ativo procura-se encontrar o lucro líquido gerado por cada investimento feito na empresa, seja ele financiado por capital próprio ou por capital de terceiros. Já a rentabilidade do patrimônio líquido apura o lucro líquido gerado pelo seu capital próprio. Em ambos os casos quanto maior forem os índices, maior terá sido o retorno sobre os investimentos da empresa, melhorando o estado de solvência da empresa (Borinelli, 2010)

2.2 Estado de solvência

Academicamente, solvência é o estado da empresa que possui capacidade financeira para honrar com suas dívidas ou é capaz de gerar caixa futuro para liquidar suas obrigações (Assaf Neto, 2009). Dessa forma, insolvência significa a incapacidade da empresa de cumprir com suas obrigações.

Estado de solvência (e insolvência) define a situação econômico-financeira da empresa e sua capacidade de liquidar suas operações, quantificando o risco de uma operação com aquela empresa. Gitman (2004) esclarece que, apesar de os modelos de prescrição de solvência serem antigos, eles não perderam validade e são bastante atuais. Destaca que cada empresa possui um modelo próprio adaptado desse arcabouço teórico e que o mantém indisponível para terceiros, pois é a base para avaliar o risco e o retorno esperado de cada uma das operações mantidas com terceiros.

Avaliar uma empresa e o risco associado às suas atividades pode ser uma tarefa árdua e complexa. Uma análise completa deve abranger avaliação do histórico da entidade, dos seus acionistas e administradores, mensuração do risco operacional, cambial, de mercado e de crédito (Pereira, 2008).

Pereira (2008) define crédito como a promessa de um pagamento mediante recebimento de valor presente. Isso quer dizer que a disponibilização do recurso se dá em momento anterior à contraprestação para o uso daquele recurso. O momento da devolução do valor também carrega consigo a incerteza de que o valor será pago integralmente e no prazo acordado. Consequentemente, materializa-se um risco de não recebimento dos valores investidos; este risco pode ser quantificado através de modelos de prescrição de solvência.

A análise do estado de solvência das empresas tem sua origem na análise dos índices financeiros das instituições financeiras à época da quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929. Naquela época as análises eram realizadas utilizando-se apenas um índice que, no julgamento do autor da análise, melhor representasse a situação financeira da instituição (Altman, 1968).

Altman (1968) enumera diversos estudos que utilizavam esta abordagem unidimensional para analisar as instituições financeiras. Os diversos autores

utilizavam cada qual um índice diferente o que trouxe também uma variedade muito grande de índices relevantes para o tema. Não era possível porque muitas das empresas que não decretaram falência também apresentavam índices de um estado de insolvência e a frequência de acerto das análises, demonstrando quantas empresas eram insolventes e quantas realmente tinham declarado falência, não apresentava uma segurança adequada.

FitzPatrick (1932) realizou análise sobre 38 empresas, sendo 19 empresas falidas entre 1920 e 1929 e 19 empresas sobreviventes. Seu objetivo era identificar se os índices financeiros apresentavam cenários favoráveis ou desfavoráveis para determinação da falência ou não das empresas. Dentre os índices examinados o autor destaca que os mais significativos para os objetivos da análise foram patrimônio líquido sobre passivo e lucro líquido sobre patrimônio líquido.

Tamari (1966) é apontado como o primeiro estudioso a utilizar uma análise que correlaciona múltiplos índices. Seu estudo atribuiu pesos diferentes para seis índices, totalizando peso total de 100, com maior peso para a tendência do lucro e patrimônio líquido sobre o passivo total.

Em 1968 foi publicado o primeiro estudo com a análise de discriminantes, realizado por Edward Altman. Altman (1968) buscou os índices mais importantes e relevantes para o estudo do estado de solvência das empresas e, mediante teste com sessenta e seis empresas americanas, sendo 50% falidas e as outras sobreviventes, identificou os índices que foram determinantes para definir a falência das empresas. Os índices que tiveram maior participação na determinação das empresas manterem-se solventes foram índices relacionados com o ativo total da empresa.

Para Altman (1968) a relação do ativo das empresas com os resultados alcançados e a forma como está estruturada as dívidas da empresa é que determina o estado de solvência dela, a saber: capital circulante líquido em relação ao ativo total, vendas, lucros antes dos juros e impostos e lucros retidos em relação ao ativo total e o valor de mercado do patrimônio líquido e seu impacto no ativo total da empresa.

Topa (1979) aplicou a um modelo matemático fatores subjetivos de análise das informações, como experiência e intuição. Para Topa (1979) a responsabilidade pela análise deveria ser delegada para os cargos mais experientes da área de crédito. Os fatores para concessão de crédito foram segregados em 2 categorias: fatores

determinantes (caráter, conceito de praça, histórico, seguros) e fatores complementares (diversos). A conceituação negativa de um fator determinante inviabilizava a concessão de crédito; passando pelos fatores determinantes, o crédito seria avaliado dentre os fatores complementares

No Brasil a questão da solvência das empresas é discutida por diversos autores.

Em 1976, Roberto Elizabetsky divulgou seu modelo matemático para o curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica da USP. O modelo serviria de base para decisão de crédito em um banco comercial. Para tanto, Elizabetsky combinou 38 índices em diferentes modelos: dependendo do número de índices utilizados e da combinação dos índices, Elizabetsky (1976) encontrava um resultado diferente. Chegou à conclusão de que, em determinado momento, o acréscimo de um índice não apresenta um ganho efetivo na análise do estado de solvência da empresa. Apresentou seus resultados de sucesso de 3 modelos diferentes, contendo 5, 10 e 15 variáveis, respectivamente; o modelo com 15 variáveis foi o que identificou o estado de solvência em maior número de casos.

Elizabetsky (1976), em seu modelo com 15 variáveis, dimensiona as informações financeiras em relação às receitas obtidas (vendas), aos ativos das empresas (ativo total, ativo imobilizado total, ativo operacional) e às dívidas de curto prazo, aplicando coeficientes positivos ou negativos. Destaque para os índices lucro líquido sobre vendas, disponível sobre imobilizado total e contas a receber, estoques e exigível em curto prazo em relação ao ativo total, constantes nos 3 modelos de Elizabetsky (1976).

Kanitz (1978) utilizou a análise discriminante e criou o termômetro da insolvência. Este modelo apresenta diferentes faixas em que as empresas são classificadas após aplicação da fórmula estabelecida e, dependendo da faixa, é classificada como solvente, insolvente e impossibilitada de classificação – por se localizar na região penumbra, os testes não possibilitam a determinação adequada de que a empresa está ou não apresentando problemas de solvência.

Os índices utilizados por Kanitz (1978) são relacionados à índices de liquidez das empresas, como a liquidez geral, liquidez seca e liquidez corrente acrescidos de índices de rentabilidade e endividamento, a saber: rentabilidade do patrimônio líquido e participação de capital de terceiros, respectivamente. Para Kanitz (1978) a

determinação do estado da empresa deve ser feita mediante avaliação da capacidade de pagamento de suas obrigações, bem como a estrutura de capitais e a rentabilidade vinculada ao patrimônio líquido verificando quanto dos resultados gerados pela empresa são oriundos de capital de terceiros e não estarão disponíveis para a empresa reinvestir em suas operações, mantendo-a solvente.

Após a criação de metodologia baseada nas empresas norte americanas Altman et. al. (1979) realizou estudo e publicou modelo aplicado às empresas brasileiras. Utilizando-se a mesma análise discriminante do primeiro modelo (Altman, 1968). As variáveis utilizadas para este modelo foram adequadas às normas e às informações contábeis brasileiras que, naquela época, apresentavam conceitos e definições distintos do praticado no resto do mundo. Em seu modelo Altman et. al. (1979) utiliza os mesmos índices de seu modelo anterior (Altman, 1968), exceto pelo índice patrimônio líquido sobre exigível total. A realidade brasileira do mercado de ações não possibilitava que todas as empresas tivessem valor de mercado de suas ações, desta forma, ajustou-se o modelo para capturar as informações referentes à estrutura de capital das empresas.

2.2.1 Análise discriminante

A análise discriminante é o estudo da relação entre índices através de função que os correlaciona por meio de uma ponderação (Altman, 1968). A análise discriminante aplicada a este trabalho identificará se a empresa apresenta estado de solvência, insolvência ou encontra-se em uma área de indefinição. Para tal, Altman (1968) estabelece as seguintes questões:

- i) Escolher o número de grupos que serão retornados os índices, solvente ou insolvente (posteriormente, em alguns métodos, verificou-se um estado incógnito, determinado área cinzenta, onde não é possível determinar com precisão o estado de solvência);
- ii) Coletar os dados das empresas da população; e
- iii) Buscar uma função matemática, baseada em diferentes índices, que apresente a melhor descrição dos grupos estabelecidos.

A função retorna um valor que é comparado com um número fixo, chamado de ponto crítico, estabelecido anteriormente pelo modelo utilizado. Se o valor estiver acima do ponto crítico, a empresa é solvente, pelo contrário, se o valor estiver abaixo do ponto crítico, a empresa é insolvente para aquela análise (Altman, 1968).

É possível avaliar a eficácia de cada modelo através do próprio modelo, que indica qual a margem de erros e acertos. Além disso, pode-se determinar se a inclusão de outro índice irá comprometer o modelo ou torná-lo mais eficaz para a análise realizada em discriminar os grupos.

Os modelos de análise discriminante para previsão de solvência são utilizados como instrumentos para avaliar a situação de solvência das empresas pelos estudiosos de finanças e contabilidade, como é o caso deste estudo.

Altman (1968) demonstrou que diversos estudos apontavam índices diferentes para as empresas que haviam decretado falência das que ainda estavam solventes, porém ressaltou que, como cada estudo apresentou um índice diferente para análise da solvência, não era adequado afirmar qual tinha maior impacto na situação financeira da empresa.

2.2.1.1 Modelo de Altman (1968)

O modelo elaborado por Altman (1968) consiste em:

$$Z = 0,012x_1 + 0,014x_2 + 0,033x_3 + 0,006x_4 + 0,999x_5$$

Em que:

x_1 = Capital Circulante Líquido / Ativo Total;

x_2 = Lucros Retidos / Ativo Total;

x_3 = Lucro Antes dos Juros e Impostos / Ativo Total;

x_4 = Valor de Mercado do Patrimônio Líquido / Exigível Total; e

x_5 = Receitas de Vendas / Ativo Total

Após a aplicação deste modelo as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 5.

Quadro nº 5 – Limites de solvência - Altman (1968)

Intervalo	Estado
$Z > 2,6$	Solvente
$2,6 \geq Z \geq 1,1$	Indefinição
$Z < 1,1$	Insolvente

2.2.1.2 Modelo de Kanitz (1978)

O modelo elaborado por Kanitz (1978) consiste em:

$$FI = 0,05x_1 + 1,65x_2 + 3,55x_3 - 1,06x_4 - 0,33x_5$$

Em que:

FI = Fator de insolvência

x_1 = Rentabilidade do Patrimônio Líquido;

x_2 = Liquidez Geral;

x_3 = Liquidez Seca;

x_4 = Liquidez Corrente; e

x_5 = Participação de Capital de Terceiros

Após a aplicação deste modelo as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 6.

Quadro nº 6 – Limites de solvência – Kanitz (1978)

Intervalo	Estado
$FI > 0$	Solvente
$0 \geq FI \geq -3$	Indefinição
$FI < -3$	Insolvente

2.2.1.3 Modelo de Altman et. al. (1979)

O modelo elaborado por Altman et. al. (1979) consistem em:

$$Z1 = 1,44 + 4,03x2 + 2,25x3 + 0,14x4 + 0,42x5$$

Em que:

$x2 = (\text{Reservas} + \text{Lucros Acumulados}) / \text{Ativo Total};$

$x3 = \text{Lucros Antes dos Juros e Impostos} / \text{Ativo Total};$

$x4 = \text{Patrimônio Líquido} / \text{Exigível Total};$ e

$x5 = \text{Receitas de Vendas} / \text{Ativo Total}$

Após a aplicação destes modelos as empresas são classificadas segundo os critérios do quadro 7.

Quadro nº 7 – Limites de solvência – Altman et. al. (1979)

Intervalo	Estado
$Z > 0,20$	Solvente
$0,20 \geq Z \geq -0,34$	Indefinição
$Z < -0,34$	Insolvente

Altman et. al. (1979) publicou 2 modelos, os modelos z1 e z2. Ambos os modelos fazem análise para o mesmo período, sendo que em z2 utiliza-se o índice capital circulante líquido sobre o ativo total, enquanto que em z1 este índice é substituído por x2 descrito acima, além da substituição da constante. Os critérios para classificação são os mesmos para z1 e z2. Altman et. al. (1979) obteve melhores resultados com a aplicação de z1, desta forma, aplicaremos apenas este modelo.

2.2.1.4 Modelo de Pereira (1982)

O modelo elaborado por Pereira (1982) consiste em:

$$Z2c = 2,368 - 1,994e5 + 0,138e9 - 0,187e25 - 0,026l27 - 0,184r11 + 8,059r23$$

Em que:

$e5 = (\text{Reservas} + \text{Lucros Acumulados}) / \text{Ativo Total};$

$e9 = (\text{Variação do Imobilizado}) / (\text{Lucro Líquido} + (0,1 * \text{Imobilizado Médio}) - \text{Saldo Médio da Correção Monetária} + \text{Variação do Exigível a Longo Prazo});$

$e25 = \text{Disponível} / \text{Ativo Permanente};$

$l27 = \text{Prazo Médio de Recebimento de Vendas};$

$r11 = (\text{Ativo Total Médio} - \text{Salários, Tributos e Correções Médios}) / \text{Patrimônio Líquido Médio};$

$r23 = \text{Lucro Operacional} / \text{Lucro Bruto};$

Quando o denominador de $e9 < 0$ deve-se utilizar o módulo e acrescentar ao numerador o seu módulo. Nos casos em que o patrimônio líquido médio for negativo, deve aplicar este mesmo conceito ao índice $r11$, acrescentando módulo ao denominador e ao numerador.

Pereira (1982) publicou 2 modelos aplicáveis a empresas comerciais. O modelo $z1c$ classifica as empresas entre boa e insolvente para o exercício seguinte aos dados analisados. Já o modelo $z2c$ faz a mesma classificação, porém estabelece o estado entre boa e insolvente para os 2 exercícios seguintes ao analisado.

Neste modelo classifica-se uma empresa como insolvente todas aquelas que obtiverem resultado menor que 0 (zero). As empresas que obtiverem resultado maior que 0 (zero) são classificadas como boa. O modelo não prevê classificação para aquela empresa que obtiver o resultado igual a 0 (zero); para fins deste trabalho, assumiremos que as empresas neste quesito compreendem uma indefinição do estado de solvência.

2.3 Indústria esportiva – Futebol

2.3.1 História do futebol

Desde a antiguidade se têm registro de jogos de bola praticados pelo mundo inteiro. Na Grécia é possível visitar um monumento do século 5 a.C. que retrata uma pessoa com uma bola. Dos diversos jogos praticados com bola pelos gregos, os romanos incorporaram a prática do spiskiros por volta de 1500 a.C.. Em 206 a.C. a China

publica as regras de um jogo similar com o futebol praticado atualmente. Na Europa existem registros ainda de alguns jogos com bola que remontam a Idade Média na Itália, na Inglaterra e na Espanha (Sautchuk, 2001).

Em 1863 foi criada a Football Association (FA), data oficial da criação do futebol como é jogado hoje. Os países da Grã-Bretanha, em 1882, criaram o Comitê Internacional de Associações de Futebol, que é quem estabelece as regras do esporte até hoje (International Board) (Sautchuk, 2001).

Contudo, o esporte só chegou ao Brasil (oficialmente) em 1894 com a volta de Charles Miller após 10 anos em solo bretão para estudar em um colégio da elite de Southampton, onde teve contato com o esporte. Ao desembarcar no País munido de algumas bolas fundou dois times, The São Paulo Railway e The Team Gaz (Sautchuk, 2001).

Em 1904 foi fundada o que é hoje a maior instituição do futebol mundial, a FIFA – Fédération Internationale de Football Association. Com 209 federações afiliadas, cada qual compreendendo um País, possui mais associados que a Organização das Nações Unidas - ONU e o Comitê Olímpico Internacional – COI que possuem, respectivamente, 193 e 204 associados (FIFA Online, 2014).

2.3.2 Organização e estrutura do futebol

2.3.2.1 Estrutura internacional

A Fédération Internationale de Football Association (FIFA) está sediada em Zurique e subordinada à legislação suíça. Compreende sua estrutura organizacional seis Confederações, distribuídas no globo, com postas pelas Federações nacionais de cada continente, totalizando 208 federações (FIFA Online, 2014).

A FIFA possui o objetivo de melhorar continuamente o esporte. Juntamente com *International Football Association Board* (IFAB) discute e define as mudanças nas Regras do Jogo. Também organiza os campeonatos mundiais de seleções e clubes, de todas as faixas etárias, masculinos e femininos (FIFA Online, 2014).

Por sua vez as Confederações possuem a tarefa de auxiliar a FIFA nas atividades ligadas ao esporte dentro de seus continentes. A organização de torneios, entre

clubes de diferentes Federações ou entre seleções, e propagação dos objetivos da FIFA como agente de mudança social são parte de suas atividades (FIFA Online, 2014).

As Federações devem então organizar seus campeonatos locais, sejam nacionais ou regionais. Têm acesso a recursos logísticos e financeiros ofertados pela FIFA, sendo obrigatório o respeito aos estatutos da FIFA, objetivos e ideais, promovendo o esporte sob estes pilares (FIFA, Online 2014).

2.3.2.2 Estrutura nacional

A responsabilidade pela estruturação, organização e promoção do futebol no Brasil é da Confederação Brasileira de Futebol – CBF, sendo a entidade mor do esporte no País (Inciso 1, Art. 217 da Constituição Federal).

Nos moldes atuais desde 24 de setembro de 1979 possui a responsabilidade de organizar os campeonatos de alcance nacional, como o Campeonato Brasileiro (todas as séries) e a Copa do Brasil, além de administrar as Seleções nacionais (masculina e feminina) (CBF Online, 2014).

São subordinadas à CBF as 26 Federações estaduais e a do Distrito Federal, que possuem a responsabilidade pelos campeonatos locais. Os clubes de cada Unidade Federativa do Brasil devem estar inscritos nas respectivas Federações a fim de estarem aptos a participar dos eventos oficiais, sejam eles organizados pelas Federações ou pela Confederação (CBF Online, 2014).

As diversas modalidades do desporto nacional estão organizadas sob a tutela da Lei Pelé, e que define o Sistema Nacional do Desporto (“Sistema”). O Sistema tem por objetivo “promover e aprimorar as práticas desportivas” (Lei nº 9.615/1998, Art. 13). Compõem o Sistema:

- “I - o Comitê Olímpico Brasileiro-COB;
- II - o Comitê Paraolímpico Brasileiro;
- III - as entidades nacionais de administração do desporto;
- IV - as entidades regionais de administração do desporto;
- V - as ligas regionais e nacionais;
- VI - as entidades de prática desportiva filiadas ou não àquelas referidas nos incisos anteriores.
- VII - a Confederação Brasileira de Clubes.” (Lei nº 9615/1998, Art. 13, Parágrafo Único)

Aplicam-se aos clubes participantes da modalidade futebol alguns artigos com exclusividade. Destes, vale ressaltar a obrigação da apresentação das Demonstrações Financeiras e respectivos relatórios da auditoria, a opção de se regulamentarem em sociedades empresariais (incluído pelo Estatuto do Torcedor), e determinação de que seus administradores “respondem solidária e ilimitadamente pelos atos ilícitos praticados, de gestão temerária ou contrários ao previsto no contrato social ou estatuto, nos termos da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil” (Parágrafo 11 Art. 27, Lei nº 9.615/1998).

Verifica-se pelos dispostos da Lei supracitada preocupação com o controle e das atividades que envolvam os clubes principalmente no que tange aos investimentos recebidos e/ou realizados e como estes estão sendo gastos, com qual finalidade.

Os clubes brasileiros estão criados, apesar da possibilidade e intenção de serem sociedades empresariais, sob a forma de associações conforme previsto no artigo 53 do Código Civil Brasileiro. Associação é a união de pessoas com um mesmo objetivo que não seja o de auferir lucros e distribuí-los entre os associados. No momento de sua criação a associação deve designar em seu estatuto o seguinte:

- “I - a denominação, os fins e a sede da associação;
- II - os requisitos para a admissão, demissão e exclusão dos associados;
- III - os direitos e deveres dos associados;
- IV - as fontes de recursos para sua manutenção;
- V – o modo de constituição e de funcionamento dos órgãos deliberativos;
- (Redação dada pela Lei nº 11.127, de 2005)
- VI - as condições para a alteração das disposições estatutárias e para a dissolução.
- VII – a forma de gestão administrativa e de aprovação das respectivas contas.” (Art. 53, do Código Civil Brasileiro.)

No encerramento da associação o patrimônio líquido remanescente será transferido para entidade semelhante definida em seu estatuto social ou por deliberação dos associados à entidade estatal semelhante. Conforme disposto na Lei Pelé, para fins de fiscalização, as entidades desportivas independentemente de sua personalidade jurídica são equiparadas às sociedades empresariais (Art. 61, do Código Civil Brasileiro).

2.3.3 Estrutura econômico-financeira do futebol no Brasil

2.3.3.1 CBF e Federações Estaduais e do Distrito Federal

BDO – RCS (2014) demonstra que a CBF teve um incremento de 93% nas suas receitas, totalizando R\$ 436,5 milhões em 2013. Apesar da redução do lucro líquido, apresentada nos anos de 2010 a 2013, a entidade possui lucro líquido positivo em 2013, no montante de R\$ 55,6 milhões. As fontes de receita da entidade foram: patrocínio, direitos de transmissão, realização de partidas e outras receitas não especificadas. O gráfico 1 ilustra a evolução dos resultados alcançados pela CBF nos últimos 5 anos.

Gráfico 1 – Evolução – Receitas e lucro líquido – CBF



Fonte: BDO – RCS (2014)

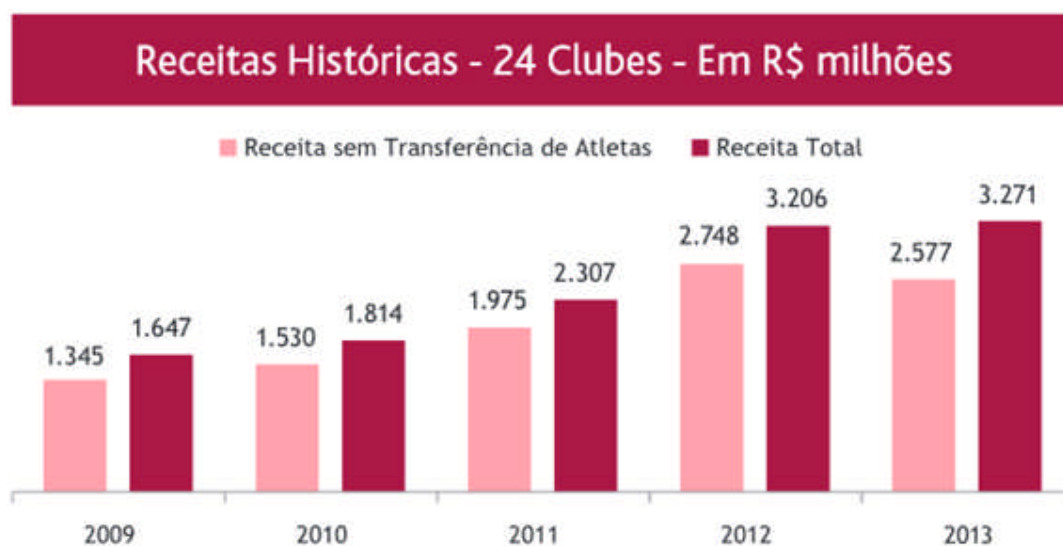
As Federações também apresentaram crescimento em 2013 quando comparadas com o exercício anterior, com total de receitas de R\$ 132 milhões, em 2013, contra R\$ 105,6 milhões de 2012 (BDO – RCS, 2014).

2.3.3.2 Clubes

Os clubes de futebol possuem, de forma geral, as seguintes fontes de receitas: bilheteria, venda de jogador, comercialização e venda de produtos vinculados à marca, patrocínio (televisivos e publicidade) e receitas com quadro social (pessoas físicas associadas aos clubes de futebol ou pessoas físicas associadas ao clube social) (BDO – RCS, 2014).

Os 24 clubes analisados pela BDO – RCS (2014) também apresentaram crescimento de suas receitas no período de 2009 a 2013. O gráfico 2 demonstra a evolução dos clubes nesse período, bem como o resultado do último ano, com um crescimento expressivo ao longo destes anos, 98,60%. Em uma breve comparação com o PIB do Brasil no mesmo período, este apresentou crescimento acumulado de 53,99% (Fonte: IBGE).

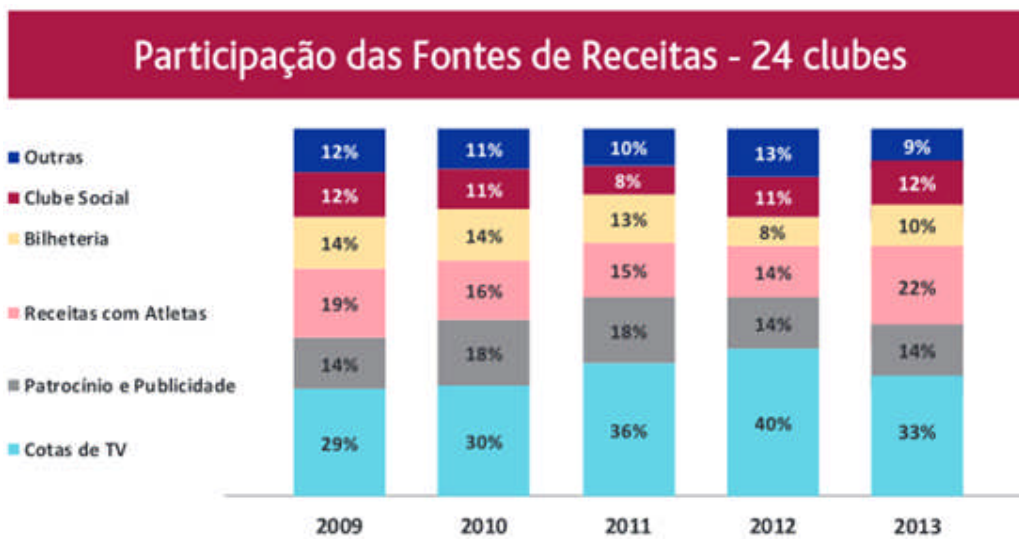
Gráfico 2 - Receitas históricas – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

O gráfico 3 segrega a receita total obtida pelos clubes nas diferentes fontes de receitas. Percebe-se uma dependência maior das receitas com cotas de televisionamento e receitas com atletas; a primeira fonte de receita é firmada em contrato anterior ao ano vigente e é possível de ser incluída dentro de uma análise orçamentária, já para a segunda fonte de receita não é possível fazer uma previsão fidedigna do que irá ocorrer no futuro, pois depende do interesse e da necessidade de outros clubes em contar com a presença do atleta.

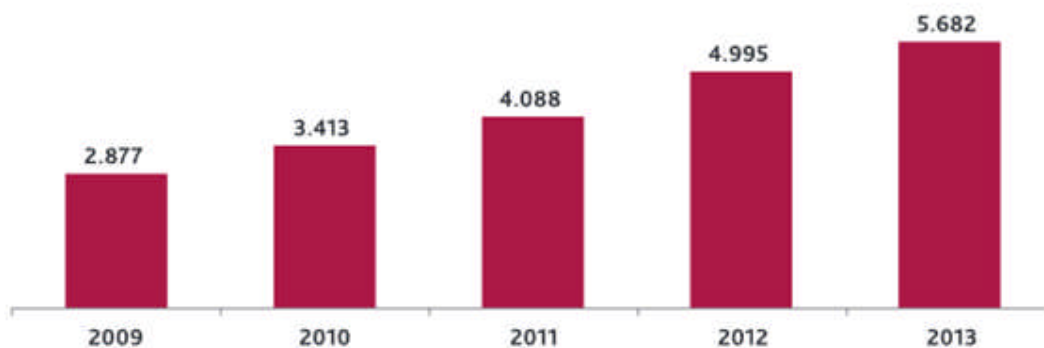
Gráfico 3 - Distribuição das receitas – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

Em contrapartida, o endividamento geral dos clubes aumentou. O gráfico 4 apresenta o valor líquido das dívidas, ou seja, exigível total (passivo – patrimônio líquido), descontado o disponível realizável (ativo circulante + ativo realizável a longo prazo). Verifica-se que, no mesmo período abrangido para as receitas, o endividamento cresceu 97,49%, quase o mesmo percentual de crescimento das receitas.

Gráfico 4 - Endividamento – 24 clubes

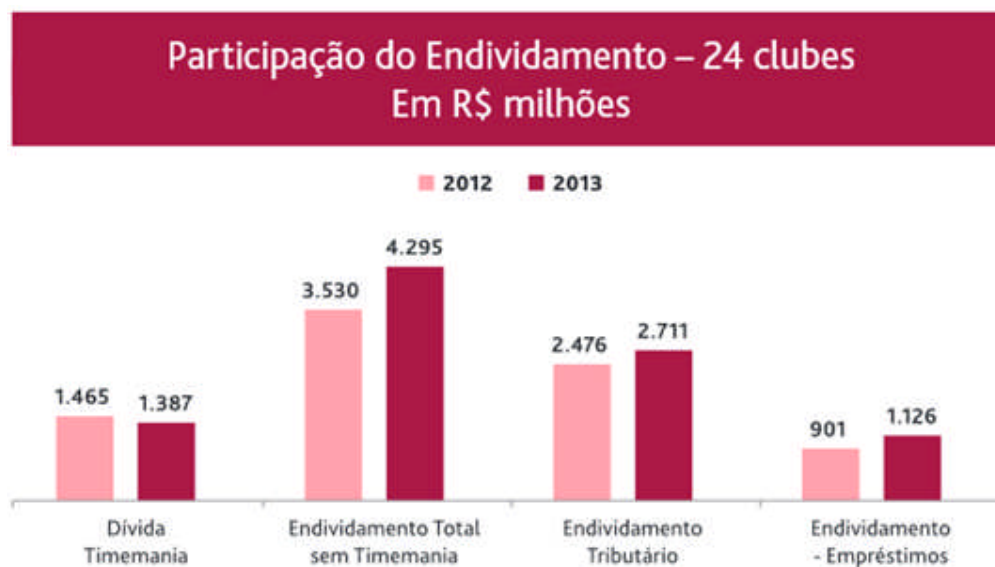


Fonte: BDO – RCS (2014)

As dívidas dos clubes são, basicamente, referentes ao disposto na Loteria Timemania, endividamento tributário e endividamento com empréstimos. Do montante total de 2013 R\$ 2,711 bilhões são dívidas tributárias com a União,

R\$ 1,387 bilhões são dívidas relacionadas à loteria esportiva Timemania e R\$ 1,126 bilhões são dívidas com empréstimos.

Gráfico 5 - Distribuição endividamento – 24 clubes



Fonte: BDO – RCS (2014)

Em 2007 foi publicada a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, que estabeleceu programa de parcelamento das dívidas tributárias com FGTS e INSS dos clubes brasileiros. As dívidas até 14 de setembro de 2006 foram parceladas em 240 parcelas e vinculadas à Timemania, loteria federal criada para arrecadar dinheiro e auxiliar o pagamento dos débitos dos clubes com a União. Dentre o total arrecadado com a loteria em cada sorteio 22% são destinados ao pagamento de tais dívidas.

Na assinatura do decreto-lei 6.187/2007, que regulamenta a Lei 11.345/2006, a dívida dos clubes com a União era de R\$ 1,1 bilhão e, até a data de conclusão deste trabalho, não sofreu redução líquida. Pelo contrário, em 31 de dezembro de 2013, último fechamento disponível, o valor atualizado aumentou para R\$ 1,387 bilhões.

O quadro 9 apresenta os principais índices de endividamento aplicados às informações financeiras dos 12 clubes.

Quadro nº 9 – Principais índices de endividamento - 2013

Clube	Endividamento				
	Participação de capital de terceiros	Composição do endividamento	Endividamento geral	Imobilização do patrimônio líquido	Imobilização dos recursos não correntes
Atlético Mineiro	2,25	0,33	0,69	2,81	1,12
Botafogo	-1,18	0,34	6,52	-0,12	-0,53
Corinthians	15,88	0,25	0,94	3,55	0,28
Cruzeiro	3,34	0,58	0,77	3,00	1,24
Flamengo	-1,86	0,27	2,16	-0,71	1,96
Fluminense	-6,43	0,34	1,18	4,54	1,40
Grêmio	-13,90	0,54	1,08	-11,35	2,10
Internacional	0,88	0,58	0,55	1,54	1,13
Palmeiras	-4,64	0,62	1,27	-2,10	2,71
Santos	-2,33	0,57	2,07	-1,05	89,17
São Paulo	1,26	0,60	0,56	2,01	1,33
Vasco	-2,00	0,41	2,00	-0,46	2,67

Verifica-se no quadro 9 elevada participação de capital de terceiros na estrutura de capital dos clubes. Exceto pelo clube Internacional, o restante dos clubes possui uma estrutura de capital baseada em capital de terceiros. Os clubes Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco possuem índice negativo porque seu patrimônio líquido é negativo, o que significa que as obrigações dos clubes sobrepõem os direitos a receber deles. Nestes casos, a estrutura de capital dos clubes está integralmente baseada em capitais de terceiros.

Complementarmente, o endividamento geral mostra quanto do ativo total dos clubes é financiado por capital de terceiros. Os mesmos clubes identificados acima, a saber, Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco, terão o índice endividamento geral superior à 1, isso porque os clubes possuem obrigações que superam os direitos a receber. O restante dos clubes se encontra em uma faixa entre 55% a 94% dos ativos financiados por capital de terceiros.

A composição do endividamento dos clubes demonstra o percentual da dívida total que se encontra classificada como curto prazo, exigindo liquidação no próximo exercício fiscal. Não há um padrão nos clubes escolhidos, verificado na distribuição das composições. Entretanto, aliado ao índice de endividamento geral, verifica-se que os clubes Grêmio, Palmeiras e Santos possuem maior parte dos compromissos

vencendo no exercício de 2014, apresentando um estado de solvência piorado quando comparado com os outros clubes.

Os índices imobilização do patrimônio líquido e dos recursos não correntes identifica o percentual do capital próprio e dos recursos não correntes que está imobilizada e não está em giro. Os clubes que apresentam maior imobilização terão menos recursos disponíveis para pagamento das suas obrigações, porém, para os clubes de futebol, é interessante manter um nível de imobilização para atrair maior público aos seus estádios. Os clubes Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco possuem a imobilização do patrimônio líquido negativa, pois, assim como nos índices já citados, o patrimônio líquido é negativo. Estes mesmos clubes possuem uma imobilização dos recursos não correntes superior à 1, pois o patrimônio líquido anula parte do endividamento de longo prazo destes clubes, tendo efeito positivo neste índice. O quadro 10 apresenta os índices de liquidez dos 12 clubes no ano de 2013.

Quadro nº 10 – Principais índices de liquidez - 2013

Clube	Liquidez			
	Geral	Corrente	Seca	Imediata
Atlético Mineiro	0,20	0,54	0,54	0,02
Botafogo	0,04	0,04	0,04	0,00
Corinthians	0,84	0,78	0,78	0,02
Cruzeiro	0,40	0,42	0,42	0,00
Flamengo	0,08	0,29	0,29	0,05
Fluminense	0,14	0,36	0,36	0,17
Grêmio	0,11	0,17	0,15	0,03
Internacional	0,38	0,52	0,51	0,03
Palmeiras	0,33	0,31	0,31	0,01
Santos	0,12	0,16	0,16	0,00
São Paulo	0,20	0,27	0,25	0,08
Vasco	0,27	0,37	0,36	0,00

De forma geral, os 12 clubes de futebol apresentam índices de liquidez baixos, isso porque a aplicação dos principais índices retornou valores inferiores à 1. Quando os índices de liquidez seja ele geral, corrente, seca ou imediata, são inferiores à 1 significa que os clubes não possuem capacidade de liquidar suas obrigações, estejam elas classificadas como de curto ou longo prazo. Aplicando-se a correlação

dos índices de liquidez corrente e seca, conforme Matarazzo (2010), fica clara a situação financeira insatisfatória dos clubes de futebol, pois todos os clubes encontram-se no quadrante resultante da combinação liquidez corrente e liquidez seca baixas.

Quadro nº 11 – Correlação índices de liquidez corrente e seca - 2013

Liquidez		Liquidez corrente	
	Nível	Alta	Baixa
Liquidez seca	Alta	Nenhum.	Nenhum.
	Baixa	Nenhum.	Atlético Mineiro, Botafogo, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco

O quadro 12 demonstra a aplicação dos principais índices de rentabilidade aos 12 clubes brasileiros.

Quadro nº 12 – Principais índices de rentabilidade - 2013

Clube	Rentabilidade			
	Giro do ativo	Margem líquida	Rentabilidade do ativo	Rentabilidade do patrimônio líquido
Atlético Mineiro	0,29	-0,10	-0,03	-0,09
Botafogo	1,11	-0,53	-0,59	0,14
Corinthians	0,23	0,00	0,00	0,01
Cruzeiro	0,40	-0,13	-0,05	-0,20
Flamengo	0,63	-0,08	-0,05	0,04
Fluminense	0,28	-0,03	-0,01	0,04
Grêmio	0,63	-0,30	-0,19	-15,38
Internacional	0,33	-0,00	-0,00	-0,00
Palmeiras	0,43	-0,13	-0,05	0,25
Santos	1,20	-0,21	-0,26	0,33
São Paulo	0,64	0,06	0,04	0,10
Vasco	0,47	-0,02	-0,01	0,01

A análise do índice giro do ativo determina quantas vezes o ativo girou em relação às vendas do período. Nos casos de Botafogo e Santos para cada R\$ 1,00 investido no ativo total médio foram vendidos 1,11 e 1,2 vezes o volume dos investimentos, respectivamente. Para os outros clubes esse índice é considerado baixo, pois eles

não foram capazes de transformar o ativo total médio investido em receitas de vendas em pelo menos uma vez o valor.

A margem líquida demonstra que nenhuma ou quase nenhuma da receita líquida de vendas é transformada em lucros pelos clubes. Exceto pelo Corinthians, que em 2013 teve um lucro líquido muito baixo quando comparada à sua própria receita (R\$ 1.016 mil *versus* R\$ 302.357 mil), e pelo São Paulo, que teve resultado proporcionalmente maior (R\$ 23.524 mil *versus* R\$ 362.832 mil), o restante dos clubes tiveram prejuízo no período.

Logo, a rentabilidade do ativo total médio e do patrimônio líquido médio foram negativos. O primeiro índice indica que o desempenho econômico não foi bom, pois a empresa não obteve nenhum lucro com o investimento no ativo realizado. Já o segundo índice demonstra que nenhum lucro foi atribuído aos acionistas e pior, que o prejuízo foi totalmente atribuível aos seus acionistas.

Àqueles clubes que possuem patrimônio líquido negativo e tiveram prejuízo no período tiveram seus índices favorecidos pela matemática, a saber: Botafogo, Flamengo, Fluminense, Palmeiras, Santos e Vasco. Para estes clubes, apesar de o índice retornar um valor positivo, não significa que eles obtiveram rendimento para o seu patrimônio líquido.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

A presente pesquisa propôs-se em identificar o estado de solvência dos clubes de futebol brasileiro em 31 de dezembro de 2013.

Essa pesquisa possui um caráter exploratório e descritivo. Primeiro porque explora as perspectivas de análise das informações financeiras e sua aplicação em um ambiente de dificuldades financeiras (insolvência) e segundo porque descreve a importância deste tipo de análise e as diferentes formas de se chegar à esta análise.

A abordagem da pesquisa é quantitativa para analisar e identificar os diferentes níveis de solvência de cada um dos casos escolhidos. Já a estratégia de pesquisa utilizada foi o estudo de caso, segundo Yin (2009) este tipo de estratégia comumente utilizada quando não se tem controle sobre o fenômeno estudado.

3.2 Amostra

A definição da amostra da pesquisa foi baseada na evolução das receitas dos clubes de futebol ligados à CBF e na disponibilidade das informações necessárias para realização das análises; apesar de ser obrigatória a publicação e divulgação das demonstrações financeiras para os clubes não há fiscalização e punição para os clubes que não realizam apresentação e divulgação adequada. O quadro 9 apresenta demonstrativo das receitas do biênio 2012-2013.

Quadro nº 13 – Receitas 2012 / 2013 – Em R\$ milhões

#	Clube	2012	2013
1	São Paulo	284,1	364,7
2	Corinthians	358,5	316,0
3	Internacional	264,2	276,7
4	Flamengo	212,0	272,9
5	Atlético Mineiro	163,0	227,9
6	Grêmio	233,5	192,3
7	Santos	197,8	190,3
8	Cruzeiro	120,4	187,9
9	Palmeiras	244,6	181,2
10	Vasco da Gama	146,2	159,7
11	Botafogo	122,8	154,4
12	Fluminense	151,2	124,8
13	Coritiba	86,8	96,7
14	Vitória	52,3	65,1
15	Goiás	53,1	55,5
16	Sport	79,8	51,4
17	Náutico	41,1	48,1
18	Ponte Preta	30,1	45,6
19	Criciúma	21,3	45,5
20	São Caetano	32,6	39,4

Fonte: BDO – RCS (2014)

Pelo exposto no quadro verifica-se que, no último biênio, as 12 maiores receitas foram faturadas pelos mesmos 12 clubes. Desta forma, utilizaremos os 12 maiores clubes em total de receita no exercício de 2013, o que representa 86,39% do total de receitas dos 20 maiores clubes apresentada, aproximadamente.

3.3 Caracterização dos instrumentos de pesquisa

O instrumento de pesquisa é composto pelos modelos de prescrição de solvência verificados nos materiais de análise econômico-financeira, a saber, os modelos de Altman (1968), Kanitz (1978), Altman et. al. (1979) e Pereira (1982).

Os modelos utilizados foram elaborados com base estatística, avaliando as empresas insolventes à época e buscando, dentre o referencial teórico, índices diversos e as relações entre cada um desses índices e as empresa solventes e insolventes do período.

3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

A coleta de dados foi pautada na pesquisa direta nos endereços eletrônicos dos clubes escolhidos na amostra. A coleta das informações ocorreu no período de junho e agosto de 2014 e buscou as demonstrações financeiras dos referidos clubes dos últimos cinco anos. A relação das informações encontradas na busca, os clubes verificados e as respectivas informações financeiras são conforme quadro 14.

Quadro nº 14 – Demonstrações financeiras

Estado	Clube	2009	2010	2011	2012	2013
MG	Atlético Mineiro	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Botafogo	ND	✓	✓	✓	✓
SP	Corinthians	✓	✓	✓	✓	✓
MG	Cruzeiro	✓	✓	✓	✓	✓
RJ	Flamengo	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Fluminense	✓	✓	✓	✓	✓
RS	Grêmio	✓	✓	✓	✓	✓
RS	Internacional	✓	✓	✓	✓	✓
SP	Palmeiras	ND	✓	✓	✓	✓
SP	Santos	✓	✓	✓	✓	✓
SP	São Paulo	ND	✓	✓	✓	✓
RJ	Vasco	✓	✓	✓	✓	✓

As informações financeiras necessárias para realização dos cálculos de cada um dos modelos são conforme apêndice C, D, E e F.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A verificação do estado de solvência dos clubes brasileiros foi alcançada mediante aplicação dos modelos estatísticos consagrados nas análises financeira e econômicas. A ponderação do risco de crédito mediante ferramenta institucionalizada acelera a avaliação das entidades e padroniza as informações necessárias para tal avaliação.

As informações necessárias para cálculo dos índices podem ser verificadas de diferentes formas: são passíveis de verificação nos balancetes das entidades, nos balanços patrimoniais ou nas demonstrações financeiras completas.

As informações para cálculo dos índices de financeiros componentes dos modelos de prescrição só foi possível devido à divulgação das Demonstrações Financeiras pelos clubes brasileiros, fruto da Lei 9.615/1998.

Os clubes foram identificados e selecionados a partir de sua relevância financeira no cenário nacional e do acesso à informação necessária para análise. Historicamente identificam-se no Brasil 12 clubes grandes, sendo: Atlético Mineiro - MG, Botafogo - RJ, Corinthians - SP, Cruzeiro - MG, Flamengo - RJ, Fluminense - RJ, Grêmio - RS, Internacional - RS, Palmeiras - SP, Santos - SP, São Paulo - SP e Vasco da Gama - RJ. Tais clubes também representam os maiores faturamentos do último triênio, representando mais de 85% do faturamento dos 20 maiores clubes.

O resultado gerado pela aplicação dos modelos identificou os clubes que apresentam estados de solvência, insolvência e aqueles que estão em uma área de indefinição. O índice verificado para cada clube nos modelos identificados está demonstrado no quadro 15.

Quadro nº 15 – Coeficientes modelos

	2013			
	Kanitz	Altman	Altman et. al.	Pereira
Atlético Mineiro	0,92	0,27	-1,32	2,09
Botafogo	0,56	1,30	-2,61	2,65
Corinthians	-1,90	0,24	-1,05	-14,50
Cruzeiro	0,58	0,39	-1,35	2,14
Flamengo	1,46	0,67	-1,34	2,76
Fluminense	3,24	0,28	1,50	3,52
Grêmio	5,24	0,59	0,38	0,91
Internacional	1,61	0,33	-1,14	2,43
Palmeiras	2,85	0,47	-1,41	2,40
Santos	1,37	1,15	-0,74	2,47
São Paulo	0,52	0,65	0,73	1,75
Vasco	2,01	0,43	-1,35	2,45

Os quadros 16, 17, 18 e 19 segregam os clubes nos diferentes estados de solvência, nos respectivos modelos.

Quadro nº 16 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Altman (1968)

Modelo Altman	
Solventes	Nenhum
Indefinidos	Botafogo, Santos
Insolventes	Atlético Mineiro, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, São Paulo e Vasco

Quadro nº 17 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Kanitz (1978)

Modelo Kanitz	
Solventes	Atlético Mineiro, Botafogo, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco
Indefinidos	Corinthians
Insolventes	Nenhum

Quadro nº 18 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Altman et. al. (1979)

Modelo Altman et. al.	
Solventes	Fluminense, Grêmio e São Paulo
Indefinidos	Nenhum
Insolventes	Atlético Mineiro, Botafogo, Corinthians, Cruzeiro, Flamengo, Internacional, Palmeiras, Santos e Vasco

Quadro nº 19 – Estado de solvência dos clubes – Modelo Pereira (1982)

Modelo Pereira	
Situação financeira boa	Atlético Mineiro, Botafogo, Cruzeiro, Flamengo, Fluminense, Internacional, Palmeiras, Santos, São Paulo e Vasco
Insolventes	Corinthians

Os modelos de Altman (1968) e Altman et. al. – z1 (1979) apresentam conclusões similares. O modelo de Altman (1968), feito baseado em estudo com empresas norte americanas, determinou que todos os clubes analisados apresentasse estado de insolvência, exceto Botafogo e Santos que apresentaram situação de indefinição, já o modelo de Altman et. al. – z1 (1979), configurado para empresas brasileiras, determinou que todos os clubes, exceto Botafogo e Santos, apresentam estado de insolvência.

A diferença nos modelos que impacta o estado dos clubes é o cálculo do índice x_4 . O modelo norte americano de Altman (1968) considera para cálculo deste índice o valor de mercado do patrimônio líquido apurando o valor total da quantidade de ações dos clubes pelo valor de mercado destas ações, cotados em bolsa de valores.

Já o modelo Altman et. al. (1979) utiliza os valores de patrimônio líquido para cálculo do índice, o que na prática, muda completamente o cálculo. O valor do patrimônio

líquido é composto, basicamente, por capital social (ações), reservas de lucros e prejuízos acumulados. Aquelas empresas que possuem reservas de lucros e não tenham prejuízos acumulados terão seu patrimônio líquido superior ao seu capital social, elevando o valor calculado para o cálculo do estado de solvência.

Somado à diferença entre valor de mercado do patrimônio líquido e o patrimônio líquido, os clubes encontram-se em situação que não possuem cotas de ações, tornando o índice no cálculo norte americano, igual a zero sem influência, positiva ou negativamente, no estado de solvência como um todo.

Para a aplicação do modelo Pereira (1982) pressupõe-se a disponibilização de diversas informações financeiras dos clubes analisados, dentre elas a despesa financeira do período. A ausência de padronização das demonstrações financeiras impossibilitou a identificação da despesa financeira para todos os clubes e, para manter a comparabilidade das análises, utilizou-se o valor referente ao resultado financeiro do período, informação disponível para todos os clubes. Além disso, não foram identificadas nas demonstrações financeiras do clube Grêmio informações referentes aos gastos com pessoal e, desta forma, não se aplicou o modelo para este clube.

Na aplicação do modelo de Pereira (1982) verifica-se que todos os clubes, exceto o clube do Corinthians, apresentam boa situação financeira para os próximos dois exercícios fiscais, 2014 e 2015; os fatores determinantes para diferenciar o clube Corinthians do restante dos clubes foram: prazo médio de recebimento de vendas, superior aos prazos do restante dos clubes; o índice que calcula a razão entre variação do imobilizado e o saldo do lucro líquido líquido da imobilização média, correção monetária e variação do exigível a longo prazo; e o valor do ativo total médio financiado pelo capital próprio médio.

A avaliação do modelo de Kanitz (1978) identifica que todos os clubes analisados, conforme apresentado pelo quadro nº 17, se encontram solventes na data base de 31 de dezembro de 2013. O modelo inclui em sua fórmula índice referente à rentabilidade do patrimônio líquido, que retorna o valor gerado pelo investimento feito com capital próprio, e que beneficiou matematicamente aqueles clubes que tiveram prejuízo no período e que possuem patrimônio líquido negativo. Matematicamente, a razão entre dois valores negativos retorna um valor positivo e, pelo fato do coeficiente deste índice no modelo ser positivo, eleva o fator de

insolvência daquele clube. Devido ao fato de que, quanto maior for o fator de insolvência, melhor será o estado de solvência no modelo de Kanitz (1978), estes clubes tiveram seu fator elevado, sendo beneficiados por isto.

4.1 Patrimônio líquido negativo

A aplicação do modelo de Kanitz (1978) é feita mediante utilização dos valores de patrimônio líquido para apurar a rentabilidade do patrimônio líquido. Esta rentabilidade é somada à fórmula para apuração do estado da respectiva empresa.

A rentabilidade do patrimônio líquida é calculada pelo razão do lucro líquido do período sobre o patrimônio líquido daquela empresa. Contabilmente, o patrimônio líquido pode assumir valores positivos ou negativos; quando o patrimônio líquido é positivo significa que o somatório dos valores justos dos ativos da empresa supera o valor das obrigações da respectiva empresa. Quando o valor das obrigações de uma empresa supera o valor justo dos ativos daquela mesma empresa, o patrimônio líquido assume valor negativo.

Para os casos em que o patrimônio líquido é negativo e a empresa teve prejuízo no mesmo período o razão destes valores resultará em coeficiente positivo e, incluído no modelo de Kanitz (1978), incrementará o estado de solvência da empresa. No referido modelo quanto maior for o fator de insolvência da empresa, melhor será seu estado de solvência, conforme apresentado no tópico 2.2.1.2.

Desta forma, uma empresa que tem mais obrigações a pagar do que direitos a receber e apresenta prejuízo, ou seja, suas despesas superam suas receitas, terá seu fator de insolvência melhorado, o que não reflete adequadamente a situação corrente da empresa. O modelo de Kanitz (1978) não captura uma estrutura de capital baseada integralmente em capital de terceiros e não a diferencia de uma estrutura de capital própria e capital de terceiros.

Os clubes de futebol analisados por este estudo que apresentam patrimônio líquido negativo na data das informações financeiras são: Botafogo, Flamengo, Fluminense, Grêmio, Palmeiras, Santos e Vasco. Para estes clubes não é possível definir o estado de solvência em que se encontram no modelo de Kanitz (1978).

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O trabalho apresentou referencial teórico sobre a análise das informações financeiras de empresas. Destacou a importância de se elaborar uma informação financeira adequada que reflita a posição da empresa e determinou a importância das análises das informações financeiras dispostas pelas empresas para entendimento e compreensão do presente e do futuro delas.

O trabalho descreveu o cenário regulatório aplicável aos clubes de futebol brasileiro, permeando assuntos históricos e incluindo discussões a respeito do futuro próximo dos clubes. Apresentou a evolução do estudo de prescrição de solvência, destacando as principais metodologias ensinadas nos meios acadêmicos, além de destacar o papel da análise econômico financeira das empresas.

Com base em todo o referencial teórico exposto o trabalho foi capaz de identificar e apresentar os resultados da aplicação dos diversos modelos e os discutir frente o arcabouço teórico, descrevendo o estado de solvência de cada um dos clubes selecionados para análise frente aos modelos estabelecidos.

Os modelos apresentados contribuem para uma análise inicial da situação econômico financeira dos clubes e servem de alerta para que os clubes e autoridades responsáveis se mobilizem para que a situação não saia do controle.

O trabalho ainda verificou que as demonstrações financeiras requeridas pela Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, com alterações dadas pela Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011, não são das mais adequadas: não existe um padrão de balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício, bem como de outros quadros como demonstração das mutações do patrimônio líquido e demonstração do fluxo de caixa para que possa ser feita uma análise comparativa aprimorada.

Não está definido também no cenário brasileiro órgão fiscalizador dos clubes, que poderia exercer também a função de padronizar as demonstrações financeiras, bem como exigências de elaboração e auditoria das referidas demonstrações, nem situações em que há a necessidade de intervenções do Estado nos clubes para que cenários como o apresentado pelos clubes seja solucionados ou determinados os culpados.

Durante a elaboração deste trabalho foi definido pela FIFA que o envolvimento de investidores nos atletas de futebol que não sejam entidades ligadas ao esporte será eliminado dentro de um prazo de cinco anos. Na prática, os fundos de investimento que viabilizam as vendas e transferências de jogadores de um clube para outro e que são detentores de parte das multas de cláusulas de rescisão de contratos serão proibidas e apenas os clubes terão este direito. Não foram avaliados neste trabalho os impactos destas definições nas receitas dos clubes, bem como nos resultados obtidos em campo devido ao investimento feito por terceiros.

Finalmente, o trabalho verificou que um dos modelos descritos possui limitação em seu uso para aqueles clubes que possuem patrimônio líquido negativo. Nestes casos, o modelo não captura e interpreta adequadamente a estrutura de capital dos clubes e o seu real estado de solvência.

REFERÊNCIAS

ALTMAN, Edward I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The journal of finance**, v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.

ALTMAN, Edward I.; BAIDYA, Tara KN; DIAS, Luis Manoel Ribeiro. Assessing potential financial problems for firms in Brazil. **Journal of International Business Studies**, p. 9-24, 1979.

BORINELLI, Márcio Luiz; PIMENTEL, Renê Coppe. Curso de contabilidade para gestores, analistas e outros profissionais. **São Paulo: Atlas**, 2010.

BRIGHAM, Eugene; EHRHARDT, Michael. **Financial management: theory & practice**. Cengage Learning, 2013.

DA SILVA, José Pereira. **Análise financeira das empresas**. Atlas, 2008.

DA SILVA, José Pereira. **Gestão e análise de risco de crédito**. Atlas, 2008.

DE IUDICIBUS, Sergio. **Análise de balanços**. Atlas, 1995.

ELIZABETSKY, Roberto. **Um modelo matemático para decisões de crédito no banco comercial**. 190 f. 1976. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção)—Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo-SP.

FITZPATRICK, Paul J. **A Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies: Paul J. Fitzpatrick**,... Accountants Publishing Company, 1932.

GITMAN, Lawrence. J. Princípios de administração financeira. 10ª edição; tradução técnica Antonio Zoratto Sanvicente. 2004.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. Administração financeira. Administração financeira. 2003.

KANITZ, Stephen Charles. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw do Brasil, 1978.

MATARAZZO, Dante C. Análise Financeira de Balanços—Ed. **Atlas: são Paulo-2003**, 2003.

MATARAZZO, D. **Análise de balanços: abordagem gerencial**. 2010.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial: a contabilidade como instrumento de análise, gerência e decisão, as demonstrações contábeis: origens e finalidades, os aspectos fiscais e contábeis das leis em vigor**. Atlas, 2009.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado financeiro**. Atlas, 2009.

SAUTCHUK, Jaime. **Os descaminhos do futebol: um livro que torce por um novo futebol no Brasil**. Verano, 2001.

TAMARI, Meir. Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy. **Management International Review**, p. 15-21, 1966.

TOPA, Leticia E. **La gestión de créditos (bancária y mercantil)**. Buenos Aires: Depalma, 1979.

YIN, Robert K. **Case study research: Design and methods**. sage, 2009.

BRASIL, Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969, Decreto-Lei nº 594, de 27 de maio de 1969. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 mai. 1969

BRASIL, Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976, Dispõe sobre as relações de trabalho do atleta profissional de futebol e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 3 set. 1976.

BRASIL, Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993, Institui normas gerais sobre desportos e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 7 jul. 1993.

BRASIL, Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, Institui normas gerais sobre desporto e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 25 mar. 1998.

BRASIL, Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000, Institui o Programa de Recuperação Fiscal – Refis e dá outras providências, e altera as Leis n^{os} 8.036, de 11 de maio de 1990, e 8.844, de 20 de janeiro de 1994. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 11 abr. 2000

BRASIL, Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, Institui o Código Civil. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 11 jan. 2002

BRASIL, Lei nº 10.671, de 15 de maio de 2003, Dispõe sobre o Estatuto de Defesa do Torcedor e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 16 mai. 2003.

BRASIL, Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003, A ltera a legislação tributária, dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional do Seguro Social e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 mai. 2003

BRASIL, Medida Provisória nº 303, de 29 de junho de 2006, Dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal, à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao Instituto Nacional do Seguro Social nas condições que especifica e altera a legislação tributária federal. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 10 jul. 2006

BRASIL, Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, Dispõe sobre a instituição de concurso de prognóstico destinado ao desenvolvimento da prática desportiva, a participação de entidades desportivas da modalidade futebol nesse concurso e o parcelamento de débitos tributários e para com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS; altera as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, e 10.522, de 19 de julho de 2002 ; e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 set. 2006

BRASIL, Decreto-Lei nº 6.187, de 14 de agosto de 2007, Regulamenta a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006 , institui o concurso de prognóstico denominado Timemania, estabelece os critérios de participação e adesão das entidades de prática desportiva da modalidade de futebol profissional e dispõe sobre o parcelamento de débitos tributários e não-tributários e para com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 ago. 2007

BRASIL, Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o [Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972](#) , as Leis nºs [8.212, de 24 de julho de 1991](#) , 8.213, de 24 de julho de 1991, [8.218, de 29 de agosto de 1991](#) , [9.249, de 26 de dezembro de 1995](#) , [9.430, de 27 de dezembro de 1996](#) , 9.469, de 10 de julho de 1997, [9.532, de 10 de dezembro de 1997](#) , [10.426, de 24 de abril de 2002](#) , 10.480, de 2 de julho de 2002, [10.522, de 19 de julho de 2002](#) , [10.887, de 18 de junho de 2004](#) , e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs [8.981, de 20 de janeiro de 1995](#) , [10.925, de 23 de julho de 2004](#) , [10.637, de 30 de dezembro de 2002](#) , [10.833, de 29 de dezembro de 2003](#) , [11.116, de 18 de maio de 2005](#) , [11.732, de 30 de junho de 2008](#) , 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, [11.345, de 14 de setembro de 2006](#) ; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs [8.383, de 30 de dezembro de 1991](#) , e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do [Decreto-Lei nº 73, de 21 de](#)

[novembro de 1966](#), das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, [9.718, de 27 de novembro de 1998](#), e 6.938, de 31 de agosto de 1981, [9.964, de 10 de abril de 2000](#), e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da [Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005](#); e dá outras providências.

Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil, Brasília, DF, 28 mai. 2009

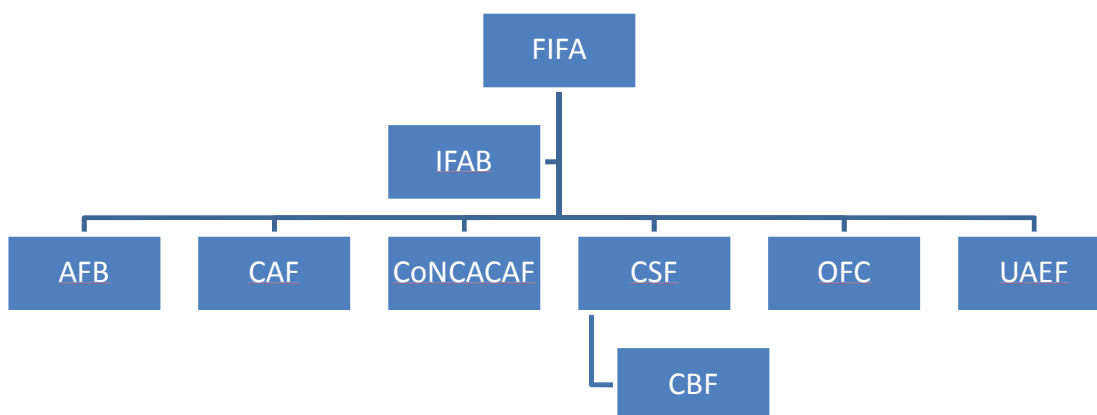
BRASIL, Lei nº 12.395, de 16 de março de 2011, Altera as Leis nºs 9.615, de 24 de março de 1998, que institui normas gerais sobre desporto, e 10.891, de 9 de julho de 2004, que institui a Bolsa-Atleta; cria os Programas Atleta Pódio e Cidade Esportiva; revoga a Lei nº 6.354, de 2 de setembro de 1976; e dá outras providências. **Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 mar. 2011

Projeto de Lei 5201/2013 Altera a Lei nº 11.345, de 14 de setembro de 2006, para modificar a destinação dos valores arrecadados no concurso de prognóstico denominado Timemania com o objetivo de torná-la mais atraente para seus apostadores e de aumentar a capacidade de pagamento das entidades desportivas quanto às suas dívidas fiscais junto à União, e dá outras providências. Disponível em: < <http://www.camara.leg.br/sileg/default.asp> > Acesso em 17/11/2014

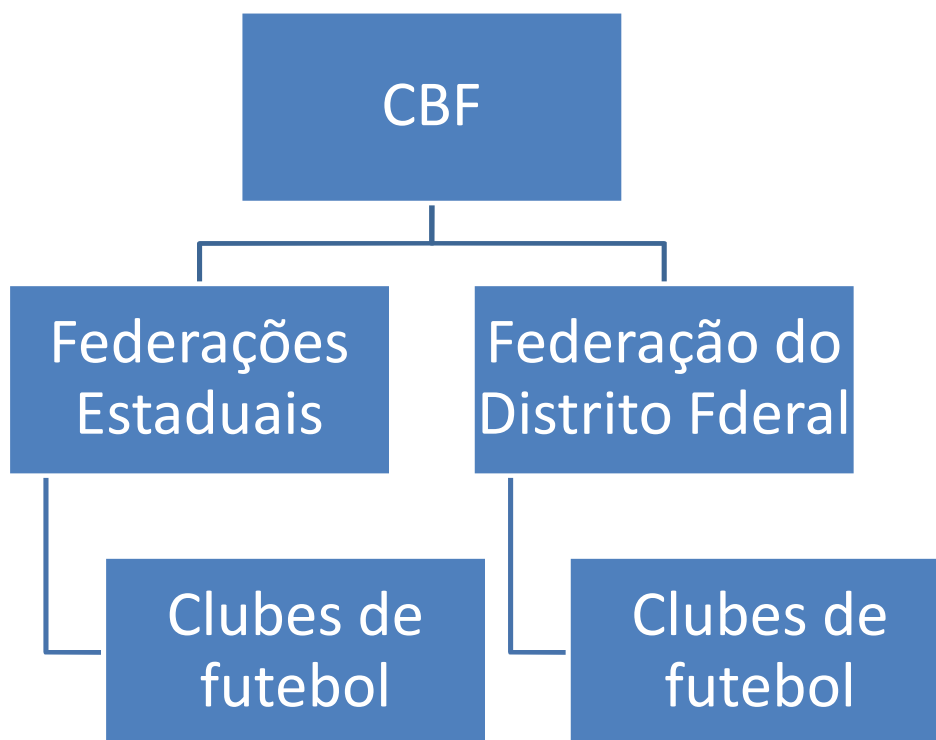
BDO – RCS, 7º Valor das marcas dos clubes brasileiros: finanças dos clubes 2014. Disponível em: <<http://www.bdobrazil.com.br/pt/publicacoes.html>> Acesso em 17/11/2014

APÊNDICES

Apêndice A – Estrutura organizacional do futebol no mundo



Apêndice B – Estrutura organizacional do futebol no Brasil



Apêndice C – Informações financeiras modelo Kanitz (1978)

	Estado	Clube	Ativo Circulante	Estoques	Realizável a longo prazo	Passivo Circulante	Exigível Total	Patrimônio Líquido	Lucro líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	99.249	738	8.072	182.406	545.758	242.475	-22.534
	RJ	Botafofo	9.870	0	17.652	249.933	726.361	-614.996	- 80.299
	SP	Corinthians	240.396	194	771.030	306.583	1.205.090	75.887	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	447	54.022	193.498	334.881	100.155	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	942	3.275	221.958	825.451	-443.401	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	133	8.883	167.124	491.156	-76.366	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	3.154	6.291	168.101	311.297	-22.395	-51.487
	RS	Internacional	112.463	1.761	29.683	215.073	371.487	421.357	-952
	SP	Palmeiras	89.007	479	65.642	287.963	466.407	-100.511	-22.621
	SP	Santos	29.720	0	10.121	190.434	336.561	-144.419	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	3.384	12.397	187.198	312.921	247.575	23.524
	RJ	Vasco	107.726	770	85.723	295.059	711.813	-355.804	-3.511

Apêndice D – Informações financeiras modelo Altman (1968)

2013	Estado	Clube	Ativo Circulante	Ativo Total	Passivo Circulante	Exigível Total	Valor de mercado PL	Lucros Retidos	Vendas	LAIR
	MG	Atlético Mineiro	99.249	788.233	182.406	545.758	0	0	218.466	-22.534
	RJ	Botafogo	9.870	111.365	249.933	726.361	0	0	150.229	-80.299
	SP	Corinthians	240.396	1.280.977	306.583	1.205.090	0	1.016	302.357	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	435.036	193.498	334.881	0	0	172.112	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	382.050	221.958	825.451	0	0	259.175	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	414.790	167.124	491.156	0	0	116.588	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	288.902	168.101	311.297	0	0	172.684	-51.487
	RS	Internacional	112.463	680.381	215.073	371.487	0	0	225.984	-952
	SP	Palmeiras	89.007	365.896	287.963	466.407	0	0	176.881	-22.621
	SP	Santos	29.720	162.422	190.434	336.561	0	0	190.275	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	560.496	187.198	312.921	0	23.524	362.832	23.524
	RJ	Vasco	107.726	356.010	295.059	711.813	0	0	155.339	-3.511

Apêndice E – Informações financeiras modelo Altman et. al. (1979)

	Estado	Clube	Ativo Circulante	Ativo Total	Passivo Circulante	Reservas	Lucros acumulados	Exigível Total	Patrimônio líquido	Vendas	Lucro líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	99.249	788.233	182.406	615	0	545.758	242.475	218.466	-22.534
	RJ	Botafogo	9.870	111.365	249.933	0	0	726.361	-614.996	150.229	-80.299
	SP	Corinthians	240.396	1.280.977	306.583	88.381	0	1.205.090	75.887	302.357	1.016
	MG	Cruzeiro	80.941	435.036	193.498	216	0	334.881	100.155	172.112	-22.822
	RJ	Flamengo	64.740	382.050	221.958	261	0	825.451	-443.401	259.175	-19.512
	RJ	Fluminense	59.572	414.790	167.124	294.156	0	491.156	-76.366	116.588	-3.308
	RS	Grêmio	28.343	288.902	168.101	142.192	0	311.297	-22.395	172.684	-51.487
	RS	Internacional	112.463	680.381	215.073	471	0	371.487	421.357	225.984	-952
	SP	Palmeiras	89.007	365.896	287.963	0	0	466.407	-100.511	176.881	-22.621
	SP	Santos	29.720	162.422	190.434	33.595	0	336.561	-144.419	190.275	-40.621
	SP	São Paulo	49.887	560.496	187.198	235.338	0	312.921	247.575	362.832	23.524
	RJ	Vasco	107.726	356.010	295.059	74	0	711.813	-355.804	155.339	-3.511

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982)

	Estado	Clube	Disponível	Ativo Circulante	Duplicatas a receber	Ativo permanente	Variação imobilizado	Imobilizado médio	Passivo Circulante	Emp / Finan	Variação do ELP
2013	MG	Atlético Mineiro	3.456	99.249	92.494	680.913	-1.012	200.578	182.406	172.689	-10.693
	RJ	Botafogo	162	9.870	374.182	72.843	-356	43.600	249.933	95.189	-2.663
	SP	Corinthians	5.210	240.396	963.310	269.551	11.081	208.162	306.583	34.923	-20.491
	MG	Cruzeiro	102	80.941	125.268	300.073	-3.076	224.548	193.498	31.218	-23.173
	RJ	Flamengo	12.034	64.740	620.204	314.035	-5.729	137.407	221.958	112.259	38.023
	RJ	Fluminense	28.653	59.572	274.179	346.335	-1.570	324.601	167.124	31.834	-26.306
	RS	Grêmio	5.484	28.343	20.739	254.268	10.831	142.231	168.101	61.741	-3.461
	RS	Internacional	5.792	112.463	125.187	650.698	-859	587.548	215.073	29.155	-10.262
	SP	Palmeiras	3.866	89.007	142.787	211.247	-3.546	152.255	287.963	34.691	-96.594
	SP	Santos	432	29.720	37.650	152.301	-840	50.798	190.434	62.124	-1.779
	SP	São Paulo	15.152	49.887	517.599	498.212	15.810	293.970	187.198	92.831	-109
	RJ	Vasco	745	107.726	115.330	162.561	15	99.864	295.059	116.610	105.898

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982) - Continuação

	Estado	Clube	Exigível a longo prazo	Margem Bruta	Capital de terceiros	Ativo Total	Ativo total médio	Investimento médio	Investimento	Salários, tributos e correções médios	Patrimônio líquido
2013	MG	Atlético Mineiro	363.352	29	545.758	788.233	753.115	434.968	434.968	140.191	242.475
	RJ	Botafogo	476.428	-12	726.361	111.365	135.085	683	725	59.501	-614.996
	SP	Corinthians	898.507	3	1.205.090	1.280.977	1.336.882	0	0	130.404	75.887
	MG	Cruzeiro	141.383	1	334.881	435.036	430.052	0	0	117.868	100.155
	RJ	Flamengo	603.493	10	825.451	382.050	412.155	148.053	147.042	98.956	-443.401
	RJ	Fluminense	324.032	30	491.156	414.790	417.311	0	0	40.797	-76.366
	RS	Grêmio	143.196	7	311.297	288.902	275.367	550	667	ND	-22.395
	RS	Internacional	156.414	17	371.487	680.381	679.073	0	0	63.759	421.357
	SP	Palmeiras	178.444	26	466.407	365.896	415.122	0	0	75.791	-100.511
	SP	Santos	146.127	6	336.561	162.422	159.187	0	0	75.467	-144.419
	SP	São Paulo	125.723	21	312.921	560.496	562.595	0	0	78.992	247.575
	RJ	Vasco	416.755	10	711.813	356.010	327.333	0	0	85.075	-355.804

Apêndice F – Informações financeiras modelo Pereira (1982) - Continuação

	Estado	Clube	Patrimônio líquido médio	Reservas	Lucro Líquido	Lucros suspensos	Vendas	Lucro operacional	Resultado financeiro	Lucro bruto
2013	MG	Atlético Mineiro	253.743	615.374	-22.534	0	218.466	23	-24.011	63.545
	RJ	Botafogo	-574.872	0	-80.299	0	150.229	-58.306	-21.943	-17.516
	SP	Corinthians	75.379	88.381	1.016	1.016	302.357	1.016	-8.118	8.797
	MG	Cruzeiro	113.365	215.879	-22.822	0	172.112	-22.822	-8.297	1.297
	RJ	Flamengo	-433.645	261.447	-19.512	0	259.175	26.897	-46.410	26.897
	RJ	Fluminense	-74.712	294.156	-3.308	0	116.588	-3.308	-16.176	34.575
	RS	Grêmio	3.349	142.192	-51.487	0	172.684	-51.487	-32.708	11.237
	RS	Internacional	422.751	470.946	-952	0	225.984	10.957	-11.909	38.405
	SP	Palmeiras	-89.201	0	-22.621	0	176.881	-22.621	-24.268	45.344
	SP	Santos	-124.109	33.595	-40.621	0	190.275	-40.621	-20.656	11.314
	SP	São Paulo	235.406	235.338	23.524	23.524	362.832	23.524	-16.311	74.624
	RJ	Vasco	-317.353	74.257	-3.511	0	155.339	-3.511	-18.478	14.968